

See discussions, stats, and author profiles for this publication at: <https://www.researchgate.net/publication/303941184>

Pasar dan Kapital

Book · June 2016

DOI: 10.13140/RG.2.1.1340.3763

CITATIONS

0

READS

1,654

1 author:



Teddy Chandra

Pelita Indonesia School of Business, Pekanbaru, Indonesia

56 PUBLICATIONS 248 CITATIONS

SEE PROFILE

Teddy Chandra

Pasar & Kapital

Buku yang berjudul "Pasar dan Kapital" ini merupakan karya yang sudah lama diselesaikan. Dalam buku ini terdapat 6 BAB yang masing-masing membahas tentang: Indonesia Semenjak Krisis (Suatu Latar); Berbagai Teori dan Pendekatan dalam Kajian Struktur Modal Perusahaan; Pasar Modal di Indonesia; Studi Empirik pada Perusahaan Go Public di Bursa Efek Indonesia; dan Temuan Penelitian beserta Bab Penutup. Sebenarnya ada beberapa karya penulis yang sudah selesai ditulis, namun belum diterbitkan. Hambatan yang terbesar adalah kegamaan penulis untuk dipublikasikan secara luas. Selama ini karya yang sudah ditulis lebih banyak hanya di konsumsi untuk internal kampus saja. Atas dorongan teman-teman, akhirnya karya-karya tersebut diterbitkan juga. Penulis hanya ingin semua karya ini bisa menjadi bahan rujukan dan referensi tambahan untuk menambah wawasan pembaca

ISBN: 978-602-6930-27-9



9 786026 930279



Zifatama Publishing
Jl. Taman Pondok Jati J3,
Taman Sidoarjo
Telp : 031-7871090
Email : zifatama@gmail.com

Teddy Chandra



PASAR DAN KAPITAL

Teddy Chandra

Pasar & Kapital

Zifatama
PUBLISHING

PASAR DAN KAPITAL

EDISI REVISI

TEDDY CHANDRA



PASAR DAN KAPITAL

Penulis : Teddy Chandra

Editor: Dr. Priyono, M.M

EDISI REVISI © 2016

Diterbitkan Oleh:



Jl. Taman Pondok Jati J 3, Taman Sidoarjo

Telp/fax : 031-7871090

Email : zifatama@gmail.com

Diterbitkan oleh Penerbit Zifatama Publisher,

Anggota IKAPI No. 149/JTI/2014

Cetakan Pertama, 2009

Edisi Revisi, Juni 2016

Ukuran/ Jumlah hal: 15,5 x 23 cm /vii+194 hlm

Layout dan cover: Emjy

ISBN : 978-602-6930-27-9

Hak Cipta dilindungi undang-undang. Dilarang memperbanyak atau memindahkan sebagian atau seluruh isi buku ke dalam bentuk apapun, secara elektronik maupun mekanis, termasuk fotokopi, merekam, atau dengan teknik perekaman lainnya, tanpa izin tertulis dari Penerbit. Undang-Undang Nomor 19 Tahun 2000 tentang Hak Cipta, Bab XII Ketentuan Pidana, Pasal 72, Ayat (1), (2), dan (6)

KATA PENGANTAR

Dengan memanjatkan syukur kepada Tuhan Yang Maha Esa, penulis bisa menyelesaikan buku ini. Buku yang berjudul “Pasar dan Kapital” ini merupakan karya yang sudah lama diselesaikan. Sebenarnya ada beberapa karya penulis yang sudah selesai ditulis, namun belum diterbitkan. Hambatan yang terbesar adalah kegamangan penulis untuk dipublikasikan secara luas. Selama ini karya yang sudah ditulis lebih banyak hanya di konsumsi untuk internal kampus saja. Atas dorongan teman-teman, akhirnya karya-karya tersebut diterbitkan juga. Penulis hanya ingin semua karya ini bisa menjadi bahan rujukan dan referensi tambahan untuk menambah wawasan pembaca.

Pada kesempatan ini penulis ucapkan terima kasih sebesar-besarnya kepada teman-teman kampus di perguruan tinggi Pelita Indonesia dan rekan dari Surabaya yang banyak mendorong penulis untuk menulis dan mempublikasikannya. Semoga semangat ini akan selalu menjadi dorongan bagi penulis untuk bisa lebih produktif dalam menerbitkan karya-karya lainnya.

Pekanbaru, Januari 2014

Penulis

DAFTAR ISI

Bab 1	
INDONESIA SEMENJAK KRISIS : SUATU LATAR	1
Bab 2	
BERBAGAI TEORI DAN PENDEKATAN DALAM KAJIAN STRUKTUR MODAL PERUSAHAAN	23
Pandangan Financial Management	24
Struktur Modal	29
Pendekatan Laba Bersih (Net Income Approach)	35
Pendekatan Laba Operasi Bersih (Net Operating Income Approach)	38
Pendekatan Tradisional	40
Pendekatan Modigliani - Miller (MM) Tanpa Pajak	42
Preposisi I	45
Preposisi II	47
Preposisi III	49
Pendekatan Modigliani - Miller (MM) Dengan Pajak	49
Pendekatan Miller Model	53
Pendekatan Trade Off Model	55
Pendekatan Pecking Order Theory	59
Teori Free Cash Flow	64
Risiko Dalam Struktur Modal	65
Pendekatan Capital Asset Pricing Model(CAPM) Pada Struktur Modal	78
Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Keputusan Struktur Modal	84
Hubungan beta dengan variabel Struktur Modal	89
Analisis Hubungan Antar Variabel	91
Pengaruh Environment risk terhadap Struktur Modal	92
Pengaruh Environment Risk Terhadap Kinerja Keuangan	92
Pengaruh Environment Risk Terhadap Nilai Perusahaan	93
Pengaruh Struktur Modal Terhadap Kinerja Keuangan	93

Pengaruh Struktur Modal Terhadap Nilai Perusahaan	94
Pengaruh Kinerja Keuangan Terhadap Nilai Perusahaan	95
Kesimpulan Teoritik	95
Bab 3	
PASAR MODAL DI INDONESIA	101
Bab 4	
STUDI EMPIRIK PADA PERUSAHAAN GO PUBLIC DI BURSA EFEK INDONESIA	121
Pengaruh Environment Risk Terhadap Struktur Modal	122
Indikator Financial Risk berpengaruh Negatif terhadap variabel struktur modal	126
Indikator Business Risk Berpengaruh Negatif Terhadap Variabel Struktur Modal	129
Indikator Market Risk Berpengaruh Positif Terhadap Variabel Struktur Modal	133
Pengaruh Variabel Environment Risk Terhadap Variabel Kinerja Keuangan	136
Indikator Business Risk Berpengaruh Negatif Terhadap Variabel Kinerja Keuangan	138
Indikator Market Risk Berpengaruh Positif Terhadap Variabel Kinerja Keuangan	140
Pengaruh Environment Risk Terhadap Nilai Perusahaan	143
Indikator Financial Risk Berpengaruh Negatif Terhadap Variabel Nilai Perusahaan	145
Indikator Business Risk Berpengaruh Negatif Terhadap Variabel Nilai Perusahaan	148
Indikator Market Risk Berpengaruh Positif Terhadap Variabel Nilai Perusahaan	151
Struktur Modal Berpengaruh Negatif Terhadap Kinerja Keuangan	153
Struktur Modal Berpengaruh Negatif Terhadap Nilai Perusahaan	156
Kinerja Keuangan Berpengaruh Positif Terhadap Nilai Perusahaan	159

Bab 5	
TEMUAN PENELITIAN	163
Sektor Industri Dasar dan Kimia	163
Sektor Aneka Industri	165
Sektor Industri Barang Konsumsi	167
Sektor Property & Real Estate	169
Sektor Perdagangan dan Jasa	171
Total Semua Sektor	172
Bab 6	
PENUTUP	175
DAFTAR PUSTAKA	181

BAB I

INDONESIA SEMENJAK KRISIS : SUATU LATAR

Perkembangan perekonomian Indonesia belakangan ini selalu dipenuhi oleh ketidakpastian, kebijaksanaan yang diambil oleh Pemerintah selalu dianggap tidak memihak pada rakyat kecil. Masalah yang selama ini dianggap biasa akan berubah menjadi isu besar nasional. Kendati Indonesia sudah dipimpin oleh 4 orang presiden baru dalam waktu 8 tahun terakhir, tetapi kondisi perekonomian dan politik Indonesia tetap memprihatinkan. Siapapun yang memimpin negara ini harus siap untuk diturunkan kalau dalam jangka pendek tidak bisa memperlihatkan perbaikan. Ketidakpastian dibidang ekonomi disebabkan oleh ketidakpastian politik dan keamanan yang masih sangat tinggi. Oleh karena itu, tanpa ada perbaikan dalam perilaku elite politik yang terus saling memainkan kekuasaan tanpa visi untuk mengeluarkan perekonomian Indonesia dari krisis, maka perekonomian Indonesia potensial

untuk memasuki “krisis ekonomi jilid II” (Hamid, 2004).

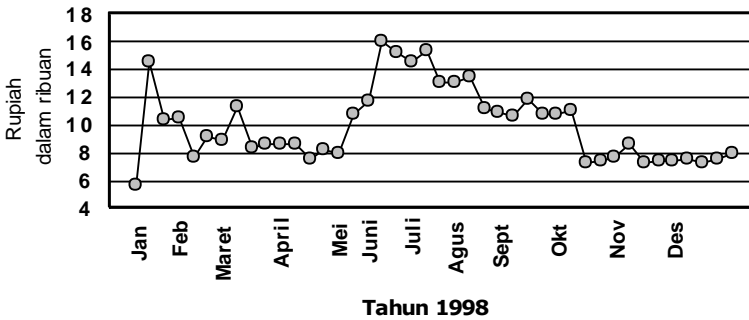
Gejolak ekonomi ini dimulai pada tahun 1997, sebagai imbas dari krisis yang terjadi di Meksiko dan Thailand. Pemerintah Indonesia masih menganggap perekonomian Indonesia cukup tangguh untuk menahan gejolak di Thailand. Ternyata kendati secara ekonomi Indonesia bisa bertahan namun secara sosial tidak. Hal ini mulai terlihat dengan gerakan mahasiswa yang secara sistematis terus mendesak pemerintah dan pecahnya kerusuhan terbesar selama pemerintahan Presiden Soeharto. Kerusuhan tersebut mengakibatkan hengkang-nya pengusaha-pengusaha besar dan investor keluar negeri. *Capital outflow* yang demikian besar membuat perekonomian Indonesia memburuk (Adiningsih, Soesastro, Budiman, Triaswati, & Alisjahbana, 2005).

Sejak terjadinya krisis tersebut para pengusaha baik besar, menengah maupun kecil mulai jeli melihat indikator-indikator ekonomi yang selama ini dianggap hanya sebatas kumpulan angka saja. Harga barang-barang impor dan yang mengandung komponen impor menggunakan mata uang Dolar Amerika. Karena selama ini fluktuasi kurs hanya berkisar 5% sampai 10% dalam setahun sehingga bisa selalu di prediksi sejak awal. Sejak krisis, fluktuasi kurs

sangat tinggi bahkan pernah mencapai Rp.15.000 per dolar Amerika, padahal sebelumnya hanya sekitar Rp.2.383 (Adiningsih et al., 2005). Untuk mengalihkan risiko kurs ini kepada konsumen maka harga barang-barang tersebut dipasang dengan mata uang dolar Amerika. Hal ini mengakibatkan para pengusaha harus selalu jeli mengamati fluktuasi kurs agar tidak menderita kerugian.

Dilain pihak fluktuasi dolar yang terjadi selama ini dimanfaatkan oleh para spekulan untuk menarik keuntungan. Dari perhitungan majalah "Investor" edisi bulan Januari 1999 dari fluktuasi dolar Amerika selama tahun 1998 akan diperoleh rata-rata *return* selama 12 bulan ini sebesar 41.6%. Dengan rata-rata *return* yang begitu besar, akan sulit menahan dana tetap berada di dalam negeri dengan tingkat suku bunga deposito biasa (18%) (Investor, 1999).

**GAMBAR 1.1
PERGERAKAN KURS RUPIAH TERHADAP DOLLAR AS
SELAMA TAHUN 1998**



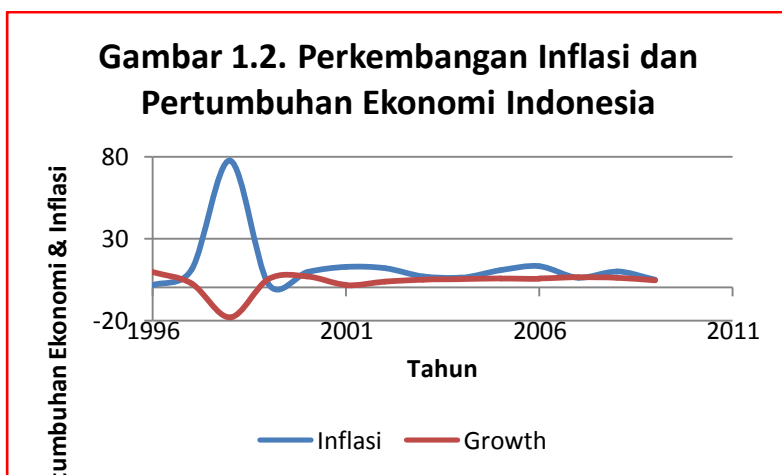
Return selama 1998 41.6%

Sumber : Majalah Investor Januari 1999

Untuk menahan derasnya aliran *capital outflow* keluar negeri, pemerintah mulai menerapkan kebijaksanaan suku bunga tinggi. Dengan tingginya suku bunga bank diharapkan dana yang selama ini mengalir keluar negeri akan bisa bertahan didalam negeri. Suku bunga resmi deposito saat itu pernah menyentuh sampai 78% setahun. Dengan tingkat suku bunga yang begitu tinggi sempat menggururkan para spekulan untuk menyimpan dananya didalam negeri. Sayang hal ini tidak berlangsung lama karena banyak Bank kecil yang tidak sehat kewalahan, sehingga pemerintah mengambil kebijakan untuk menutup bank-bank tersebut.

Penutupan bank tidak disertai jaminan pemerintah, membuat para penabung menderita kerugian. Sehingga *capital outflow* tidak

terbendung lagi. Kebijakan pemerintah untuk menjamin tabungan yang ada di bank tidak memberikan arti yang besar. Di lain pihak para debitur bank juga kesulitan dengan naiknya suku bunga pinjaman yang selama ini hanya berkisar 20% (Adiningsih et al., 2005). Banyak perusahaan yang bangkrut tidak bisa mengembalikan pinjamannya baik karena tingginya suku bunga pinjaman maupun lesunya pasar akibat krisis.



Tingkat inflasi yang semula selalu dipertahankan satu digit, mulai tahun 1997 sudah memasuki dua digit, pada tahun 1998 inflasi membumbung tinggi mencapai 77,63 %. Begitu juga pertumbuhan ekonomi yang semula diatas 5 %, tahun 1997 mulai turun dibawah 5% dan tahun 1998 bahkan mencapai pertumbuhan negatif, suatu perkembangan yang tidak terbayangkan sebelumnya untuk negara

Indonesia ini. Beruntung pada tahun 1999 negara Indonesia sudah mulai memperlihatkan perbaikan dimana pertumbuhan ekonomi sudah memperlihatkan angka 5.36% dan tahun 2000 menjadi 6.91%, walaupun tingkat inflasi melonjak sampai 12.55% pada tahun 2001. Perkembangan pertumbuhan ekonomi Indonesia untuk tahun berikutnya (tahun 2002 sampai dengan tahun 2004) memperlihatkan perbaikan yang cukup berarti dimana pertumbuhan mencapai 6.7%. sementara itu inflasi juga mengalami penurunan sejak tahun 2001 hingga tahun 2004 mencapai 6.4%.

Perkembangan perekonomian Indonesia sebenarnya mulai memperlihatkan kondisi membaik. Hal ini terlihat dari indikator pertumbuhan yang sudah mencapai 6,7% dan inflasi hanya 6,4%, ditambah lagi untuk kurs dolar Amerika yang semakin stabil sehingga untuk tahun 2002 Rupiah Indonesia mendapat *award* sebagai mata uang yang paling stabil di Asia (*best performing Asian currency*) (Kompas 17 Desember 2002). Dengan semakin stabilnya fluktuasi nilai Rupiah terhadap dollar US, maka saat ini para spekulan sudah mulai melirik saham sebagai tempat untuk spekulasi. Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) dijadikan sebagai indikator reaksi pasar. Bahkan pemerintah sendiri juga tidak hanya melihat indikator makro ekonomi saja sebagai bentuk keberhasilan, tapi

sudah mulai melihat IHSG sebagai salah satu indikator perkembangan perekonomian. Reaksi pasar identik dengan pergerakan IHSG, kalau reaksi pasar negatif maka IHSG akan turun, sebaliknya kalau reaksi pasar positif, maka IHSG juga akan naik. Berbagai peristiwa politik akan dinilai pasar dan disikapi dengan berbagai reaksi, ada yang meningkatkan IHSG dan ada juga yang menurunkan IHSG.

Tingkat keuntungan yang diharapkan sangat erat kaitannya dengan harga saham yang diharapkan dimana seperti diketahui bahwa harga saham itu sebenarnya refleksi dari besarnya dividen yang akan diberikan periode yang akan datang dibanding dengan tingkat keuntungan yang diharapkan dan pertumbuhan yang diformulasikan oleh Gordon (Atmaja, 2008; Horne, 1999) sebagai berikut :

$$P_o = \frac{d_1}{k_s - g}$$

dimana :

- P_o : Harga saham saat ini.
- d_1 : Rencana dividen untuk periode yang akan datang.
- k_s : Tingkat keuntungan yang disyaratkan pada saham.

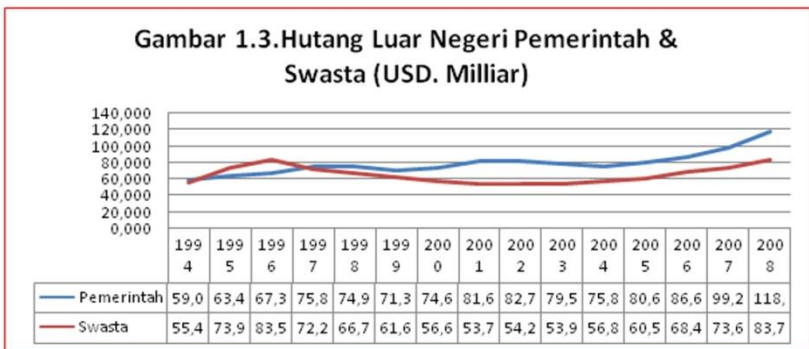
g : Tingkat pertumbuhan dividen yang diharapkan.

Harga saham adalah harga yang bersedia dibayar oleh pemodal yang mencerminkan arus kas bersih (imbal beli) yang diharapkan setelah memperhitungkan waktu dan risiko investasi. Dari formula diatas bisa juga dikatakan bahwa harga saham merupakan nilai perusahaan (*value of the firm*) yang menyangkut prestasi perusahaan di masa yang akan datang. Prestasi di masa yang akan datang terlihat pada kinerja perusahaan khususnya kinerja keuangan.

(Y. Purnomo, 1998) meneliti hubungan antara kinerja keuangan dengan perubahan harga saham. Yogo mengambil kelompok rasio leverage mengenai struktur modal perusahaan dan rasio-rasio pasar modal yang dalam perhitungan matematisnya berhubungan langsung dengan sekuritas saham. Variabel-variabel yang dimaksud adalah sebagai berikut:

1. Total Debt to Total Equity Ratio (DER).
2. Return on Equity (ROE).
3. Earning per share (EPS).
4. Price Earning Ratio (PER).
5. Dividend per share (DPS).

Dari hasil penelitiannya, dalam kurun waktu 1992-1996 untuk 30 emiten di Bursa Efek Jakarta, ternyata perubahan harga saham hanya dipengaruhi oleh variabel ROE, EPS, PER dan DPS. Sementara variabel DER yang merupakan variabel struktur modal perusahaan tidak mempunyai pengaruh yang signifikan dalam mempengaruhi harga saham. Hal ini menunjukkan bahwa pada saat itu pemodal masih belum mempertimbangkan risiko finansial perusahaan yang dikaitkan dengan hutang. Hal ini bisa dilihat pada tabel sebagai berikut :



Dari gambar 1.3 terlihat bahwa perkembangan pinjaman luar negeri khususnya untuk perusahaan swasta selalu meningkat dari tahun ke tahun. Pada tahun 1991 pinjaman swasta hanya US\$. 23.900 milyar, pada tahun 1992 sudah meningkat menjadi US\$. 30.600 milyar begitu juga untuk tahun-tahun berikutnya. Pengusaha merasa beruntung bisa mendapatkan pinjaman luar negeri dengan

bunga yang relatif ringan (hanya 5-6% per-tahun) sementara untuk pinjaman dalam bentuk Rupiah bisa mencapai 20-24% per tahun. Sementara itu Rupiah hanya terdepresiasi sebesar 5% - 10% per tahun. Jika diperhitungkan masih bisa mendapat *gain* sebesar 10%-15% per tahun dengan pinjaman luar negeri (Adiningsih et al., 2005). Perbedaan bunga ini mendorong pengusaha berlomba-lomba mendapatkan pinjaman luar negeri, penggunaan pinjaman tersebut tidak di program dengan baik. Akibatnya pada tahun 1998 saat nilai Rupiah melemah dibanding dollar hingga menyentuh level Rp. 15.000 per dollar, membuat beban hutang luar negeri meningkat sehingga banyak perusahaan yang tidak bisa membayar hutang. Ini tergambar dari jumlah hutang swasta yang menurun pada tahun 1999 sebesar US\$. 72.235 milyar dari US\$. 83.572 milyar pada tahun 1998 hingga tahun 2005 turun menjadi USD.53.922 milyar. Banyak hutang luar negeri dari perusahaan swasta sebelum krisis yang tidak di-*hedge* dan merupakan hutang jangka pendek(Adiningsih et al., 2005). Hal inilah yang menjadi sumber masalah krisis bagi perusahaan-perusahaan swasta.

Dalam penelitian (Chow, 1994) menunjukkan bahwa sejak tahun 1970-an (masa krisis minyak dunia) banyak negara-negara yang berpendapatan rendah lebih suka dengan *loan*

financing dibanding dengan negara yang berpendapatan sedang. Mereka berlomba-lomba mengambil *loan financing*, karena dengan *loan financing* mereka berkesempatan besar untuk mendapatkan *debt rescheduling* dan *loan renewal*. Apakah hal ini juga mengimbas pada perusahaan di Indonesia sebelum masa krisis ?

Perusahaan-perusahaan kecil di Indonesia masih banyak yang berpikiran konvensional yaitu berusaha untuk menggunakan modal sendiri untuk mengurangi risiko berhutang. Sementara itu perusahaan besar khususnya selalu memperbesar posisi hutangnya. Menurut (H. Purnomo, 1999) alasan perusahaan untuk berhutang adalah sebagai berikut :

1. Dengan menggunakan hutang, pada kondisi ada pajak, perusahaan akan memperoleh benefit karena pembayaran biaya bunga akan mengurangi pajak yang harus dibayar (*Tax deductibility interest payment*) serta meningkatkan nilai perusahaan.
2. Perusahaan berhutang untuk meraih keuntungan dari kreditur yang mudah percaya dan tidak hati-hati (*imprudent*). Seringkali perbankan tidak mengevaluasi kelayakan pemberian kredit secara baik dan *prudent*, contohnya tidak melakukan analisa 5C's (*Character, Collateral, Capital,*

Capacity, Condition) sebagai dasar pemberian kredit tetapi menyuburkan praktek Kolusi Korupsi dan Nepotisme (KKN).

3. Perusahaan berhutang karena penambahan hutang tidak mendilusi saham pemilik, dan apabila kondisi pasar *bearish* maka apabila dipaksakan penambahan modal dengan menjual saham maka harga jual yang dapat diterima pasar akan rendah dan merugikan perusahaan.

Dengan melihat alasan diatas terlihat bahwa pada alasan pertama perusahaan ingin mengurangi pembayaran pajak akibat adanya biaya bunga sehingga bisa meningkatkan nilai perusahaan. Akan tetapi pendapat ini dibantah oleh Modigliani dan Miller (MM) pada tahun 1958 dalam Brealey dan (Brealey, Myers, & Allen, 2008) dengan pembuktian bahwa dengan asumsi tanpa pajak maka nilai perusahaan independen dan tidak dipengaruhi apakah pendanaan usaha menggunakan modal atau hutang sehingga perubahan struktur modal tidak akan berdampak terhadap nilai perusahaan. Tetapi pada tahun 1963 Modigliani dan Miller kembali merevisi pendapatnya tentang teori struktur modal dimana dengan asumsi adanya pajak pada penghasilan perusahaan (*Corporate income tax*), MM berpendapat bahwa penggunaan hutang

(*leverage*) akan meningkatkan nilai perusahaan karena biaya bunga hutang adalah biaya yang akan mengurangi pembayaran pajak (*a tax deductible expense*). Pendapat Modigliani dan Miller yang kedua justru mendukung pendapat perusahaan yang berusaha untuk berhutang sebanyak mungkin untuk mendanai investasi perusahaan. Akan tetapi dengan semakin menumpuknya hutang, perusahaan akan menghadapi risiko kebangkrutan yang bisa dihindari dengan menggunakan dana sendiri. Dengan semakin besarnya risiko kebangkrutan, akan berpengaruh terhadap harga saham yang sekaligus akan berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Dengan mengetahui begitu besarnya risiko kebangkrutan yang dihadapi perusahaan, mengapa pemegang saham yang menjadi pemilik perusahaan tetap membiarkan hal ini terjadi ?

Pemegang saham seolah-olah membiarkan perusahaan berlomba untuk berhutang karena menurut teori hubungan antara pemilik saham dengan pihak manajemen sebagai pengelola terdapat masalah yang disebut dengan masalah agensi (*agency problem*). Dalam teori ini terjadi kecurigaan pemegang saham kepada pihak manajemen yang bertindak dan mengambil keputusan bukan atas dasar yang bisa menguntungkan pemegang saham tetapi atas dasar kepentingannya sendiri. Jika terdapat

beberapa investasi yang dihadapi, sebagai pemegang saham selalu meminta manajernya untuk memilih investasi yang menguntungkan. Tetapi investasi mana yang bisa dianggap investasi yang menguntungkan, sangat sulit untuk didefinisikan. Dalam teori semakin besar tingkat keuntungan yang akan diperoleh akan semakin besar risiko yang akan dihadapi (*high return, high risk*). Sehingga jika terjadi kerugian akibat mengambil investasi yang berisiko tinggi, pemegang saham sangat sulit untuk meminta pertanggungjawaban dari manajernya.

Apakah masalah ini tidak bisa dihilangkan ? Dalam perusahaan, masalah ini sangat sulit untuk dihilangkan. Masalah agensi ini hanya bisa dikurangi dengan jalan meningkatkan hutang. Keputusan berhutang bisa merupakan solusi yang baik untuk meminimalkan pengaruh masalah agensi (*agency problem*). Dengan berhutang, manajer dipaksa menyediakan dana untuk membayar biaya hutang dan hutang itu sendiri sehingga membuat para manajer tidak memiliki kelebihan dana (*free cash flow*) yang dapat digunakan untuk investasi lebih lanjut tanpa adanya ijin dari pemegang saham. Dalam kondisi ini manajer dipaksa untuk mempresentasikan setiap investasi kepada pemegang saham untuk mendapatkan dana dari modal saham baru sebelum menambah hutang baru.

Manajer selalu ingin berhutang untuk melakukan ekspansi pada bidang lain. Tujuan ekspansi disini adalah untuk mengurangi risiko dengan melakukan diversifikasi usaha. Kendati usaha baru yang dibangun tersebut sangat berbeda dari bisnis intinya (*core business*), namun keyakinan akan kemampuan diversifikasi dalam mengurangi risiko bisa mengalahkan rasio meningkatnya risiko jika diversifikasi terlalu jauh dari bisnis intinya. Belum adanya rambu-rambu dalam investasi membuat perusahaan besar melakukan investasi secara besar-besaran dengan berhutang. Tidak sedikit hutang yang diambil adalah dalam bentuk valuta asing yang memberikan selisih *cost of debt* yang cukup menggiurkan. Apalagi hutang yang diambil adalah hutang jangka pendek dan tidak di-*hedge* (Adiningsih et al., 2005). Tidak hanya pada saat terjadi gejolak pada perekonomian Indonesia yang mengakibatkan meningkatnya nilai tukar valuta asing membuat para konglomerat kelimpungan, bahkan banyak yang harus gulung tikar.

Seperti dijelaskan di depan bahwa pada tahun 1958 Modigliani dan Miller beranggapan bahwa nilai perusahaan adalah independen dan tidak terpengaruh oleh struktur modal, dengan asumsi pasar modal adalah sempurna dalam arti bebas, kompetitif dan efisien, tidak ada pengaruh pajak dan pengaruh kebangkrutan.

Pada tahun 1963 setelah pajak menjadi pertimbangan dalam model mereka, maka pengaruh pajak dan kebangkrutan menambah komplikasi dalam memutuskan bentuk struktur modal yang optimal. Penelitian yang dilakukan (K. Chen, 2002; Hatfield, Cheng, & Davidson, 1994b) menunjukkan tidak adanya pengaruh yang signifikan dari struktur modal terhadap nilai perusahaan. Pada penelitian (Jensen & Meckling, 1976a) yang merupakan lanjutan dari penelitian (Fama & Jensen, 1983) , ditemukan adanya *agency cost* akibat dari penambahan hutang dari perusahaan. Disini dikatakan adanya hubungan negatif antara struktur modal dengan *financial performance* dan nilai perusahaan. Pada penelitian berikutnya dengan teori *Free cash flow*(Jensen, 1986a), menemukan penambahan hutang akan mengurangi *agency cost*. Hutang akan memaksa manajemen untuk lebih disiplin dalam mengambil investasi yang lebih baik sehingga akan mengurangi probabilitas kebangkrutan (Milton & Raviv, 1991a). Dalam situasi *Asymmetric information*, peningkatan rasio hutang pada perusahaan *profitable* bisa dijadikan *signal* positif dari perkembangan *performance* perusahaan. Penelitian ini mendukung teori *signaling* dari (Ross, 1977a), penelitian (Leland & Pyle, 1977) dan didukung oleh penelitian (Hermuningsih, 2013a; Khan et al., 2013; Shah, 1994; Taghavi, Valahzaghari, &

Alishahi, 2013; Yang, Lee, Gu, & Lee, 2010) yang menemukan hubungan positif antara struktur modal dengan nilai perusahaan. Sebaliknya pada penelitian (Myers, 1984a) yang terkenal dengan *Pecking order theory* menemukan adanya kecenderungan perusahaan untuk membiayai investasi barunya dengan laba ditahan. Pemakaian hutang baru dilakukan jika dana tidak cukup. Besarnya laba ditahan didasarkan pada keuntungan perusahaan atau *financial performance*. Oleh sebab itu hubungan antara struktur modal dengan *financial performance* maupun nilai perusahaan adalah terbalik atau negatif. (Antoniou, Guney, & Paudyal, 2002a; Fama & French, 1998; Khan et al., 2013; Olowoniyi & Ojenike, 2012; Rezaei & Habashi, 2012; Ruan, Tian, & Shiguang, 2011; Shun-Yu Chen & Li-Ju, 2011) menunjukkan hal yang sama yaitu adanya struktur modal optimal yang akan berpengaruh secara negatif signifikan terhadap nilai perusahaan. Pada penelitian di pasar modal Indonesia sendiri juga menunjukkan hal yang sama dimana pada penelitian (Indahwati, 2003; Sudarma, 2004; Sugihen, 2003) menunjukkan bahwa struktur modal mempengaruhi secara negatif terhadap nilai perusahaan. Sementara pada penelitian lain yaitu (Ratnawati, 2001; Setyaningsih, 1996) menunjukkan hal yang sebaliknya yaitu adanya pengaruh positif signifikan dari struktur modal

terhadap nilai perusahaan. Pada penelitian ini ingin menguji secara empiris kembali apakah struktur modal optimal ada di pasar modal Indonesia dan berpengaruh sesuai dengan *pecking order theory* yaitu negatif atau sesuai dengan *free cash flow theory* yang berhubungan positif terhadap nilai perusahaan yang ada.

(Leland & Pyle, 1977; Ross, 1977a) menganggap manajer akan menggunakan struktur modal rasio sebagai signal. Dalam kenyataannya *leverage* yang tinggi akan mempengaruhi besarnya biaya dan risiko kebangkrutan perusahaan untuk perusahaan yang berkualitas rendah. Jika manajer memiliki jaringan informasi pada pihak luar, struktur hutang bisa merupakan signal pada pasar. Model Ross menyatakan bahwa nilai perusahaan akan mengikuti tingkat *leverage*. Jika *leverage* meningkat akan diikuti oleh meningkatnya persepsi pasar. Itulah sebabnya Ross menyatakan dalam hal ini tidak adanya problem *agency*. Manajer akan memaksimalkan nilai perusahaan dengan memilih struktur modal yang optimal yaitu rasio hutang tertinggi pada tingkat yang memungkinkan. Manajer yang berkualitas tinggi akan memberikan signal akan kualitasnya pada pasar, sementara manajer yang berkualitas rendah akan menirunya. Dengan argumentasi ini bisa dijelaskan bahwa tingkat hutang akan berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

Asumsi *information asymmetry*, *The pecking order theory* (Myers & Majluf, 1984) memprediksi perusahaan akan mengikuti teori *pecking order* sebagai strategy keuangan yang optimal. Alasan yang melatarbelakangi teori ini adalah jika manajer bertindak sebagai setengah *owner*, akan mengusahakan harga saham yang tinggi melebihi harga sebenarnya (*over price*). *Cost of equity capital* sebagai isu yang sensitif akan dihembuskan pada pasar untuk mengarahkan pasar agar harga saham terkesan terlalu mahal.

(Shin & Stulz, 2000a) menyatakan hutang bisa berpengaruh positif maupun negatif terhadap nilai perusahaan (walaupun tidak dimasukkan pajak perusahaan dan biaya kebangkrutan). Asumsi (Shin & Stulz, 2000b) bahwa manajer tidak mempunyai saham dalam perusahaan. Kekuasaan manajer mendorongnya menerima proyek yang *present value*-nya negatif. Untuk mengatasi hal ini, pemegang saham memaksa manajer untuk berhutang. Tetapi jika terlalu dipaksakan untuk memenuhi kewajiban hutangnya, maka manajer akan melupakan lagi untuk menerima proyek yang memberikan *present value* yang positif. Oleh sebab itu perlu adanya keseimbangan antara *agency cost of debt* dan *agency cost of managerial discretion*. Dari argumen diatas maka perusahaan dengan tingkat pertumbuhan

yang tinggi akan berkorelasi negatif dengan *leverage*, sementara untuk perusahaan dengan tingkat pertumbuhan yang rendah akan berkorelasi positif dengan *leverage* (McConnell & Servaes, 1995).

Keyakinan yang terlalu tinggi terhadap fundamental dan proyeksi pertumbuhan ekonomi Indonesia serta kepercayaan yang berlebihan pada Pemerintah Orde Baru dalam menstabilkan nilai tukar Rupiah, membuat banyak pengusaha Indonesia terlena dan lupa mengantisipasi risiko yang akan dihadapi (Adiningsih et al., 2005). Dalam teori keuangan, konsep risiko bisa diklasifikasi menjadi *financial risk*, *business risk* dan *market risk* (S. L. Barton & Gordon, 1987; Booth, Aivazian, Kunt, & Maksimovic, 2000; Chathoth, 2002; Eldomiaty, 2003; Indahwati, 2003; Kochhar & Hitt, 1998; Lowe, Naughton, & Taylor, 1994; Prasad, Bruton, & Merikas, 1997a; Ratnawati, 2001; Setyaningsih, 1996; Shin & Stulz, 2000b; Sudarma, 2004; Tien Pao, Pikas, & Ten Pao, 2003). Pengertian risiko dalam teori keuangan yaitu berusaha agar bisa meraih kesempatan dan mengurangi ancaman bagi perusahaan. Hubungan antara risiko dengan struktur modal juga sudah pernah dilakukan penelitian oleh (Booth et al., 2000; Chathoth, 2002; Eldomiaty, 2003; Indahwati, 2003; Kochhar & Hitt, 1998; Prasad et al., 1997a; Ratnawati, 2001; Shin & Stulz, 2000b; Sudarma,

2004; Tien Pao et al., 2003). Sedangkan hubungan risiko dengan kinerja keuangan perusahaan dan nilai perusahaan pernah diteliti oleh (Chathoth & Olsen, 2007; Eldomiaty, 2003; Indahwati, 2003; Ratnawati, 2001; Setyaningsih, 1996; Shin & Stulz, 2000b; Sudarma, 2004).

Penelitian(Chathoth, 2002) menemukan teori struktur modal perusahaan sangat dipengaruhi oleh risiko lingkungan (*Environment Risk*). Dimana dalam *environment risk* yang diyakini mempengaruhi struktur modal ini adalah *Economic Risk, Business Risk, dan Market Risk*. Dari hasil penelitian (Indahwati, 2003) terlihat adanya hubungan antara risiko bisnis dengan struktur modal dan nilai perusahaan. Sementara itu penelitian (Tien Pao et al., 2003)menggambarkan adanya hubungan yang signifikan antara struktur modal dengan risiko bisnis. Risiko bisnis akan sangat positif hubungannya dengan struktur modal pada perusahaan yang menggunakan *high tech*, sebaliknya pada perusahaan yang menggunakan tradisional justru mempunyai hubungan yang negatif. Pada penelitian ini akan menggunakan risiko keuangan (*financial risk*), risiko bisnis (*business risk*) dan risiko pasar (*market risk*). Sementara untuk penelitian risiko keuangan sudah pernah dilakukan oleh (Milton & Raviv, 1991a; Moh'd, Perry, & Rimbey, 1998; Prasad et al., 1997a; Sudarma, 2004). Hasil yang diperoleh menunjukkan adanya hubungan

yang positif dengan struktur modal, kecuali penelitian Harris yang menunjukkan hubungan yang negatif.

Dari masalah yang sudah dirumuskan diatas, bisa dijelaskan bahwa tujuan dari studi ini adalah sebagai berikut :

1. Untuk menguji pengaruh variabel *environment risk* yang terdiri dari *financial risk*, *business risk* dan *market risk* terhadap struktur modal, kinerja keuangan perusahaan dan nilai perusahaan.
2. Untuk menguji pengaruh variabel struktur modal yang terdiri dari *Debt to Equity ratio* (DER), *Debt to Assets Ratio* (DAR) dan *Equity to Assets Ratio* (EAR) terhadap kinerja keuangan perusahaan serta nilai perusahaan.
3. Untuk menguji pengaruh variabel kinerja keuangan perusahaan yang terdiri dari *Return on Assets* (ROA) dan *Basic Earning Power* (BEP) terhadap nilai perusahaan.

BAB II

BERBAGAI TEORI DAN PENDEKATAN DALAM KAJIAN STRUKTUR MODAL PERUSAHAAN

Tujuan dari pembahasan ini adalah untuk menguji pengaruh dari variabel *environment risk*, *corporate strategy* dan struktur modal terhadap variabel produktivitas aktiva, kinerja keuangan dan nilai perusahaan pada perusahaan di Bursa efek Indonesia. Pada bagian ini akan dijelaskan konsep teori yang mendukung kajian ini yang mencakup area teori keuangan dan *strategic management*.

Tujuan utama perusahaan adalah meningkatkan nilai perusahaan dengan cara meningkatkan kemakmuran *shareholder*. Kemakmuran *shareholder* bisa diperoleh melalui peningkatan keuntungan yang akan dibagikan (dividen) dan peningkatan harga saham perusahaan (*capital gain*) (Fakhrudin & Hadianto, 2001). Peningkatan harga saham hanya bisa diwujudkan dengan memaparkan

gambaran prospek atau keuntungan lebih di masa mendatang. Semua ini tercermin pada kinerja perusahaan yang lalu dan proyeksi kinerja di masa yang akan datang. Kinerja perusahaan dan nilai perusahaan akan tercermin juga dari besarnya produktivitas aktiva di masa lalu. Baik produktivitas aktiva, kinerja keuangan perusahaan maupun nilai perusahaan bisa dipengaruhi oleh banyak faktor. Untuk mendapatkan hasil yang positif, pihak manajemen perlu mendayagunakan semua fungsi baik fungsi keuangan, pemasaran, produksi / operasi maupun sumber daya manusia. Dalam penelitian ini, penekanan faktor-faktor yang mempengaruhi pencapaian tujuan dari perusahaan tersebut hanya pada fungsi keuangan dan *strategic management* khususnya *corporate strategic*. Untuk itu dalam pembahasan pada bagian ini akan dibahas baik yang menyangkut manajemen keuangan (*financial management*) maupun yang menyangkut *strategic management*.

Pandangan *Financial Management*

Tujuan manajemen keuangan adalah bagaimana bisa memaksimalkan nilai perusahaan (*to maximize the value of the firm*) yaitu dengan jalan memaksimalkan kekayaan para pemegang saham (*to maximize the wealth*

of its stockholders) yang diterjemahkan ke dalam tujuan memaksimalkan harga saham biasa pemegang saham biasa perusahaan tersebut (*maximizing the price of the firm's common stock*). Menurut (Levy & Sarnat, 1998) peningkatan kemakmuran pemegang saham melalui peningkatan laba (*maximum profit*) yang sifatnya relatif pasti (*certainty*) dan peningkatan nilai saham (*Maximum value of stock*) yang bersifat tidak pasti (*Uncertainty*). Ketidakpastian ini terdiri dari laba (*profit*) dan risiko (*risk*). Untuk merealisasikan tujuan perusahaan ini maka manajer keuangan harus bisa membuat keputusan keuangan sebagai berikut (Horne, 1999):

- The Investment Decision.
- The Financing Decision.
- The Dividend Decision.

Keputusan investasi (*The investment decision*) adalah keputusan yang paling penting diantara ketiga keputusan diatas dalam menciptakan nilai. Dalam memutuskan investasi mana yang akan dipilih selalu dipertimbangkan besarnya keuntungan yang akan diperoleh dengan telah memperhitungkan *time value of money* dibandingkan dengan risiko yang akan dihadapi. Setelah diperoleh investasi yang paling menguntungkan bagi perusahaan, manajer

keuangan perlu memutuskan kembali sumber dana yang akan digunakan (*The financing decision*) untuk membiayai investasi yang sudah dipilih tersebut. Sumber dana yang tersedia adalah dari dalam perusahaan sendiri dan sumber dana dari luar perusahaan. Dalam mempertimbangkan sumber dana mana yang akan digunakan sangat erat kaitannya dengan kebijakan struktur modal yang dianut oleh perusahaan. Kebijakan struktur modal itu sendiri akan sangat mempengaruhi besarnya risiko yang akan dihadapi oleh perusahaan dan besarnya biaya modal yang akan dibebankan pada investasi tersebut dan selanjutnya juga akan mempengaruhi harga saham dan nilai perusahaan. Setelah diperoleh dana untuk membiayai investasi tersebut perusahaan mulai bekerja dan menghasilkan laba. Persoalan selanjutnya adalah apakah laba yang sudah dihasilkan akan dibayarkan kembali semuanya atau tidak kepada pemegang saham (*The dividend decision*). Jika manajer keuangan yakin akan bisa menghasilkan laba lebih tinggi di masa yang akan datang, laba yang sudah dihasilkan pada periode sebelumnya bisa dijadikan sebagai salah satu sumber dana untuk membiayai investasi berikutnya dalam bentuk *retained earning*. Sebaliknya jika manajer keuangan tidak yakin akan bisa menghasilkan lebih besar,

sebaiknya laba yang sudah dihasilkan dibagikan saja dalam bentuk dividen.

(Horne, 1999) menganggap fungsi keuangan diatas bisa meningkatkan nilai perusahaan yang dinyatakan sebagai berikut :

The functions of finance involve three major decisions a company must make : the investment decisions, the financing decisions, and the dividend decisions. Each must be considered in relation to our objective; an optimal combination of the three will create value.

Jadi dengan mengoptimalkan ketiga fungsi diatas diharapkan akan bisa menciptakan nilai perusahaan yang tinggi. Dengan kata lain jika keputusan yang diambil oleh manajer keuangan sudah optimal untuk ketiga fungsi diatas akan mengakibatkan harga saham perusahaan meningkat sehingga kemakmuran pemegang saham juga akan meningkat seiring dengan meningkatnya *capital gain* dan dividen yang akan diperoleh.

Seorang manajer keuangan harus bisa mengambil keputusan Untuk memperoleh laba yang maksimum dengan risiko yang terbatas. (Brealey et al., 2008) menggambarkan seorang

manajer keuangan merupakan mediator antara operasi perusahaan (*firm's operations*) dengan pasar uang (*financial market*). Manajer keuangan mengubah aset perusahaan (*real assets*) dalam bentuk kertas-kertas (saham) yang mempunyai hak *claim* terhadap *real assets*. Investor mau membeli kertas tersebut dengan harapan akan mendapatkan imbalan atas apa yang telah dibayar. Manajer keuangan berperan untuk meyakinkan investor akan keamanan dan kepastian uang mereka. Seterusnya manajer keuangan juga harus mengambil keputusan investasi mana yang akan diambil untuk memperoleh laba yang maksimum dan kepastian pengembaliannya. Pemilihan investasi ini berkaitan dengan besarnya biaya yang akan ditutupi dalam *cost of capital*. Manajer mengharapkan adanya *cost of capital* atau biaya penggunaan modal yang paling murah. Untuk mendapatkan biaya penggunaan modal yang murah, manajer keuangan dituntut untuk memutuskan komposisi sumber modal yang akan digunakan atau bauran modal yang berkaitan dengan keputusan struktur modal. Bagaimana mendapatkan struktur modal yang paling murah atau sering dikatakan paling optimal, hal ini akan dibahas pada bagian selanjutnya. Dilihat dari sumbernya, untuk mendapatkan sumber dana yang murah bisa diperoleh dari sumber sebagai berikut :

- a. Eksternal, yaitu mendapatkan hutang dari luar perusahaan yang dianggap biayanya lebih murah. Kebijakan keuangan yang menyangkut dana dari eksternal ini adalah kebijakan struktur modal.
- b. Internal, yaitu mendapatkan dana dari dalam perusahaan sendiri yaitu melalui laba yang diperoleh perusahaan. Untuk menentukan berapa besar laba yang akan ditahan untuk investasi di tahun berikutnya, menyangkut kebijakan dividen.

Dalam penelitian ini pembahasan dibatasi hanya pada kebijakan struktur modal saja.

Struktur Modal

Penelitian-penelitian tentang struktur modal yang dilakukan selama ini berusaha untuk menjelaskan hubungan antara struktur modal dengan nilai perusahaan. Pertanyaan yang selalu timbul adalah dengan menambah hutang perusahaan tanpa menambah modal sendiri maupun kebijakan-kebijakan keuangan lainnya, apakah akan mengakibatkan perubahan harga saham yang seterusnya akan mengakibatkan perubahan nilai perusahaan ? (Horne, 1999). Jika memang bisa dibuktikan adanya perubahan

yang sangat mendasar, berikutnya peneliti akan mencoba mencari format struktur modal yang optimal, dalam arti biaya modal dan risiko yang harus dibebankan mencapai batas paling minimum. Jika bisa diperoleh struktur modal yang optimal, diharapkan akan mengakibatkan peningkatan harga saham dan nilai perusahaan. Pertanyaan ini yang selalu mendorong para peneliti-peneliti dibidang keuangan perusahaan untuk membuktikan secara empiris.

Pada penelitian struktur modal, biasanya selalu diikuti dengan adanya asumsi-asumsi untuk membatasi ruang lingkup penelitian serta mempermudah analisis. Asumsi yang biasanya berkaitan dengan pasar modal yang berbentuk sempurna dan tidak adanya pajak. Adapun asumsi-asumsi tersebut bisa dirincikan sebagai berikut(Horne, 1999):

- a. There are no corporate or personal income taxes and no bankruptcy costs.*
- b. The ratio of debt to equity for a firm is changed by issuing debt to repurchase stock or issuing stock to pay off debt. In other words, a change in capital structure is affected immediately. In this regard, we assume no transaction costs.*

- c. *The firm has a policy of paying 100 percent of its earnings in dividends.*
- d. *The expected value of the subjective probability distributions of expected future operating earnings for each company are the same for all investors in the market.*
- e. *The operating earnings of the firm are not expected to grow. The expected values of the probability distributions of expected operation earnings for all future periods are the same as present operating earnings.*

Asumsi-asumsi yang digunakan dalam analisa ini memang sangat ketat, dimana faktor pajak baik pajak pribadi atau perorangan maupun pajak perusahaan diasumsikan tidak ada. Begitu juga mengenai biaya untuk transaksi saham juga di tiadakan. Sedangkan mengenai keuntungan perusahaan akan dibagikan dalam bentuk dividen seluruhnya, *expected value* dari investor untuk semua perusahaan dianggap sama, begitu juga pertumbuhan dianggap konstan. Memang asumsi yang dibuat disini tidak menggambarkan keadaan yang sebenarnya dalam dunia nyata, tetapi demi untuk mempermudah analisa, asumsi yang ketat ini

diberlakukan. Dari asumsi-asumsi ini bisa dibuat formula biaya modal dari hutang atau *cost of debt* (K_i) sebagai berikut (Horne, 1999) :

$$K_i = \frac{F}{B} = \frac{\text{Annual Interest Charges}}{\text{Market Value of Debt Outstanding}}$$

Sedangkan biaya modal dari modal sendiri yang menggambarkan *required rate of return* dari investor atau *cost of equity* bisa diformulasikan sebagai berikut :

$$K_e = \frac{E}{S} = \frac{\text{Earnings Available to Common Stockholder}}{\text{Market Value of Stock Outstanding}}$$

Dari formula diatas terlihat bahwa biaya modal dari modal sendiri tidak menggambarkan pertumbuhan dari perusahaan dengan kata lain pendapatan perusahaan dianggap konstan selamanya. Cara ini memang akan membuat bias dalam perhitungan atau *low estimate*. Asumsi ini digunakan semata-mata hanya untuk mempermudah perhitungan saja. Dari kedua formula diatas bisa dibuat formula total biaya modal perusahaan atau *weighted cost of capital* (K_o) sebagai berikut (Horne, 1999) :

$$K_o = \frac{O}{V} = \frac{\text{Net Operating Earnings}}{\text{Total Market Value of the firm}}$$

Dengan menganggap *Value of the firm* (V) adalah gabungan antara *market value of debt outstanding* (B) dan *market value of stock outstanding* (S) atau $V = B + S$, maka formula K_o diatas bisa diganti menjadi :

$$K_o = K_i \left(\frac{B}{B + S} \right) + K_e \left(\frac{S}{B + S} \right)$$

Dari formula diatas dengan mempertimbangkan $V = B + S$, maka bisa dikonversikan kedalam bentuk lain yaitu (Awat, 1998):

$$K_e \frac{S}{V} = K_o - K_i \frac{B}{V}$$

Yang berarti :

$$K_e = \frac{K_o}{S/V} - K_i \frac{B/V}{S/V}$$

$$K_e = \frac{K_o V}{S} - K_i \frac{B}{S}$$

$$K_e = \frac{K_o (B + S)}{S} - K_i \frac{B}{S}$$

$$K_e = \frac{K_o S}{S} + \frac{K_o B}{S} - K_i \frac{B}{S}$$

$$K_e = K_o + K_o \frac{B}{S} - K_i \frac{B}{S}$$

Sehingga diperoleh :

$$K_e = K_o + (K_o - K_i) \frac{B}{S}$$

Dari hubungan ini terlihat bahwa K_e diatas K_i yaitu sebesar $(K_o - K_i) (B/S)$. dalam hal ini K_o menunjukkan risiko bisnis yang dihadapi perusahaan dari jumlah pendapatan, sedangkan premi risiko bisnis ini bisa diperoleh sebesar $(K_o - K_i) (B/S)$.

Sesuai dengan formula diatas terlihat bahwa masalah yang selalu muncul dalam analisa struktur modal yaitu menyangkut hubungan antara K_o , K_i dan K_e dengan struktur modal (B/S). Dalam teori struktur modal selalu mencari struktur modal yang optimal dengan mencari nilai minimum dari K_o (*Overall capitalization rate*) yang dalam hal ini merupakan biaya modal rata-rata tertimbang (*Weighted average cost of capital*). EBIT bisa dimaksimumkan jika K_o bisa diminimumkan. Pendekatan-pendekatan yang digunakan para ahli keuangan bisa dijelaskan pada bagian berikut ini.

Pendekatan Laba Bersih (*Net Income Approach*).

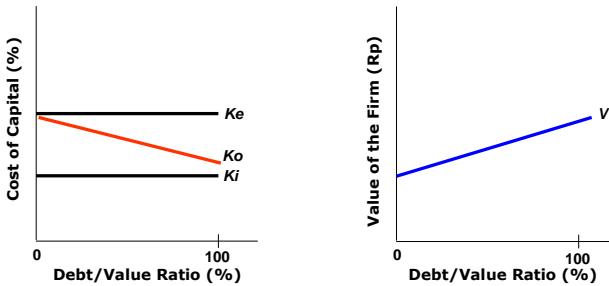
Pendekatan Laba Bersih (*Net Income Approach*) merupakan salah satu dari pendekatan yang menghubungkan antara biaya modal, struktur modal dengan nilai perusahaan. Dua pendekatan lainnya adalah pendekatan laba operasi bersih (*Net Income Approach*) dan pendekatan tradisional. Pendekatan ini dikembangkan oleh David Durand pada tahun 1952 (Block & Hirt, 1994), untuk mempermudah analisa ini maka untuk ketiga pendekatan tersebut diasumsikan pajak perusahaan dianggap nol atau tidak ada.

Pada pendekatan laba bersih (NIA) diasumsikan bahwa investor mengkapitalisasi atau menilai tingkat laba perusahaan dengan tingkat kapitalisasi atau biaya modal sendiri (K_e) bergerak konstan dengan tidak terpengaruh oleh besarnya struktur modal perusahaan begitu juga dengan tingkat hutang, bisa ditingkatkan jumlahnya dengan tingkat biaya hutang (K_i) yang konstan pula. Mengingat tingkat biaya modal sendiri (K_e) dan biaya hutang (K_i) sifatnya adalah konstan, maka semakin banyak hutang yang diambil oleh perusahaan akan mengakibatkan besarnya biaya modal rata-rata tertimbang atau *Weighted Average Cost of Capital* (K_o) menjadi lebih kecil. Seperti diketahui bahwa biaya modal sendiri (K_e) merupakan ekspektasi dari pemegang saham terhadap *return* dari dana yang ditanam di dalam perusahaan. Ekspektasi ini tentu akan lebih tinggi daripada biaya hutang (K_i). pada pendekatan ini digambarkan biaya modal rata-rata tertimbang (WACC) akan turun jika adanya penurunan penggunaan modal sendiri dan memperbanyak hutang yang relatif lebih murah dibanding dengan modal sendiri tersebut. Dengan mendapatkan biaya modal rata-rata tertimbang yang lebih murah, diharapkan akan menaikkan laba bersih perusahaan yang seterusnya akan menaikkan nilai perusahaan.

Hal ini bisa digambarkan dalam Gambar 2.1 berikut ini.

Dari Gambar 2.1 terlihat biaya modal sendiri atau *cost of equity* (K_e) dan biaya hutang atau *cost of debt* (K_i) bergerak konstan kendati terjadi perubahan komposisi struktur modal. Dari gambar tersebut juga terlihat bagaimana rasio hutang dibanding dengan modal sendiri yang meningkat mengakibatkan biaya modal rata-rata tertimbang atau *Weighted Average Cost of Capital* (K_o) menjadi semakin menurun. Dengan menurunnya biaya modal rata-rata tertimbang, akan mengakibatkan laba bersih perusahaan meningkat dan menaikkan nilai perusahaan (V). Jika memang dianggap pendekatan ini benar, maka manajer keuangan disarankan untuk mengambil hutang sebanyak-banyaknya untuk meningkatkan nilai perusahaan. Apakah mungkin perusahaan membiayai semua aktivitasnya dengan dana yang berasal dari hutang ?

Gambar 2.1
Pengaruh Struktur Modal Pendekatan Laba Bersih (NI)

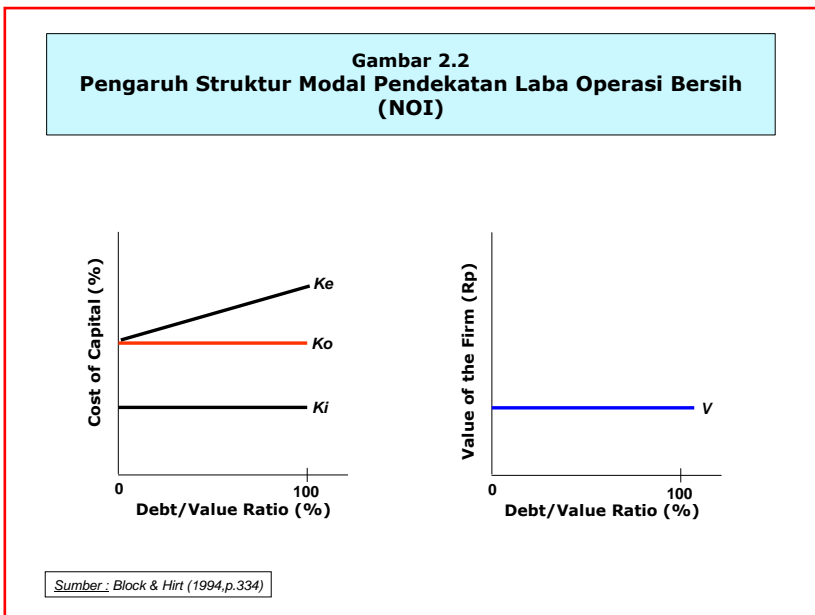


Sumber : Block & Hirt (1994,p.334)

Pendekatan Laba Operasi Bersih (*Net Operating Income Approach*)

Pendekatan Laba operasi bersih atau *Net Operating Approach* (NOI) melihat dari sudut pandang yang berbeda dibanding dengan Pendekatan Laba Bersih (NI). Asumsi yang digunakan dalam pendekatan laba operasi bersih ini tetap menganggap biaya hutang (K_i) konstan. Sedangkan pandangan investor mulai berubah terhadap biaya modal sendiri (K_e). dengan semakin meningkatnya hutang yang diambil oleh perusahaan, akan mengakibatkan meningkat juga risiko yang akan dihadapi oleh perusahaan, akibatnya para investor menuntut adanya imbal

hasil yang lebih besar sebagai premi atas risiko yang mereka hadapi tersebut. Peningkatan biaya modal sendiri (K_e) tersebut dan biaya hutang (K_i) yang konstan mengakibatkan biaya rata-rata (K_o) menjadi tetap tidak terjadi perubahan. Karena biaya rata-rata tersebut tidak mengalami perubahan, maka nilai perusahaan juga tidak akan mengalami perubahan. Hal ini bisa dilihat pada Gambar 2.2.



Dari Gambar 2.2 tersebut diatas terlihat garis biaya hutang (K_i) dan biaya modal rata-rata tertimbang (K_o) terlihat konstan dengan adanya perubahan struktur modal, sementara itu biaya modal sendiri merangkak naik sesuai dengan besarnya hutang yang akan di pinjam oleh

perusahaan. Pendekatan ini menekankan bahwa harga saham dan nilai perusahaan tidak terpengaruh oleh adanya perubahan pada struktur modal (Horne, 1999). Pada pendekatan ini dianggap tidak adanya struktur modal yang optimal, dalam artian semua struktur modal dianggap sama dan tidak akan mempengaruhi harga saham dan nilai perusahaan.

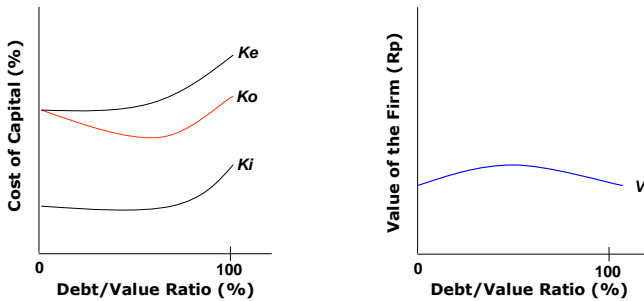
Pendekatan Tradisional.

Pendekatan tradisional merupakan pendekatan yang menjadi jalan tengah dari pendekatan laba bersih (NI) dan pendekatan laba operasi bersih (NOI) yang sangat ekstrim tersebut. Pendekatan yang banyak dianut oleh para praktisi dan akademisi ini mengasumsikan penambahan hutang hingga pada batas tertentu, risiko perusahaan tidak mengalami perubahan. Karena tidak adanya perubahan pada risiko akibat penambahan hutang tersebut, maka biaya hutang (K_i) dan biaya modal sendiri (K_e) relatif tidak mengalami perubahan atau berada pada posisi konstan. Seperti juga pada pendekatan laba bersih (NI) dengan kondisi biaya hutang (K_i) dan biaya modal sendiri (K_e) yang konstan mengakibatkan biaya modal rata-rata tertimbang (K_o) menjadi turun. Tetapi penambahan hutang secara terus menerus setelah melewati batas tersebut akan mengakibatkan pemegang saham

mulai berpikir untuk menuntut adanya premi risiko. Tuntutan premi risiko inilah yang mengakibatkan adanya kenaikan biaya modal sendiri (K_e). Karena kenaikan biaya modal sendiri (K_e) lebih besar dibanding dengan penurunan biaya hutang (K_i), mengakibatkan biaya modal rata-rata tertimbang yang semula sudah menurun menjadi naik. Efek yang terjadi pada nilai perusahaan yang semula naik karena adanya penurunan biaya modal rata-rata tertimbang (K_o) menjadi turun setelah biaya modal rata-rata tertimbang (K_o) terjadi kenaikan. Semua fenomena ini bisa dilihat pada Gambar 2.3 berikut.

Pada pendekatan tradisional ini mengakui adanya struktur modal yang optimal yang bisa meningkatkan total nilai perusahaan (Horne, 1999). kondisi struktur modal yang optimal akan tercapai saat nilai perusahaan mencapai maksimum (V) dan biaya modal rata-rata tertimbang (K_o) mencapai tingkat yang paling minimum.

Gambar 2.3
Pengaruh Struktur Modal Pendekatan Tradisional



Sumber : Block & Hirt (1994,p.335)

Pendekatan Modigliani - Miller (MM) Tanpa Pajak.

Modigliani dan Miller (MM) meneliti tentang hubungan antara struktur modal dengan biaya modal (*cost of capital*) dan mendukung pendekatan laba operasi bersih (NOI). Mereka menentang pendekatan tradisional dengan penjelasan perilaku biaya modal rata-rata tertimbang (K_o) yang menurun dan naik setelah mencapai batas struktur modal yang optimal (Brealey et al., 2008). Pada masa ini MM mendukung kesimpulan pendekatan laba operasi bersih yang menyatakan tidak ada struktur modal yang optimal. Adapun asumsi-asumsi

yang mereka gunakan pada penelitian mereka adalah sebagai berikut (Horne, 1999):

1. *Capital market are perfect. Information is costless and readily available to all investors. There are no transaction costs, and all securities are infinitely divisible. Investor are assumed to be rational and to behave accordingly.*
2. *The average expected future operating earnings of a firm are represented by subjective random variables. It is assumed that the expected values of the probability distribution of all investors are the same. The MM illustration implies that the expected values of the probability distributions of expected earnings for all future periods are the same as present operating earnings.*
3. *Firms can be categorized into " equivalent return" classes. All firms within a class the same degree of business risk. As we shall see later, this assumption is not essential for their proof.*

4. *The absence of corporate income taxes is assumed. MM remove this assumption later.*

Dari asumsi diatas terlihat MM memperketat asumsi-asumsi dalam penelitiannya. Bukan hanya tidak ada pajak, tetapi juga pasar modal dianggap sempurna atau efisien sehingga tidak ada biaya dalam transaksi, harapan *Earning Before Interest and Tax* (EBIT) perusahaan oleh semua investor dianggap sama, sehingga investor dianggap memiliki harapan yang sama terhadap EBIT maupun risiko yang akan dihadapi. Disamping itu MM juga membuat asumsi risiko bisnis yang dihadapi oleh perusahaan adalah sama. Asumsi yang paling penting dalam penelitian ini adalah tidak ada pajak, walaupun kemudian pernyataan ini terpaksa dikoreksi lagi.

Dengan menggunakan asumsi-asumsi yang ketat tersebut, MM berusaha membuat penelitian tentang hubungan antara struktur modal dengan biaya modal yang dijelaskan dalam tiga preposisi.

Preposisi I

Pada preposisi ini MM berpendapat bahwa nilai setiap perusahaan merupakan kapitalisasi dari laba operasi bersih atau *Net operating Income* (EBIT) dengan tingkat kapitalisasi atau biaya modal rata-rata tertimbang (K_o) konstan sesuai dengan tingkat risiko perusahaan. Adapun pada preposisi ini bisa dibuat dalam bentuk rumus sebagai berikut (Brigham & Daves, 2004):

$$V_L = V_U = \frac{\text{EBIT}}{\text{WACC}} = \frac{\text{EBIT}}{K_{eU}}$$

Dimana L adalah menunjukkan perusahaan yang menggunakan hutang (*leverage firm*) dan U menunjukkan perusahaan yang tidak menggunakan hutang (*unleverage firm*). Sementara WACC adalah tingkat keuntungan yang disyaratkan untuk perusahaan yang menggunakan hutang (*leverage firm*), sedangkan K_{SU} adalah tingkat keuntungan yang disyaratkan untuk perusahaan yang tidak menggunakan hutang (*unleverage firm*).

Dilihat dari persamaan diatas terlihat bahwa MM menganggap nilai perusahaan yang menggunakan hutang (V_L) sama dengan nilai perusahaan yang tidak menggunakan hutang (V_U). Hal ini terlihat dari besarnya WACC sama

dengan K_{SU} . Artinya disini MM tidak mengakui adanya pengaruh struktur perusahaan terhadap nilai perusahaan seperti pendekatan laba bersih (NI). Dengan begitu terlihat implikasi dari model ini sebagai berikut (Brigham & Daves, 2004) :

- Bahwa biaya modal rata-rata tertimbang (WACC) secara penuh baik bagi perusahaan yang menggunakan hutang (*leverage firm*) maupun tidak menggunakan hutang (*unleverage firm*) bersifat independen dari struktur modal.
- Tanpa melihat jumlah hutang yang digunakan, biaya modal rata-rata tertimbang (WACC) dari perusahaan sama dengan biaya modal sendiri (K_e).

Disini MM memperlihatkan dukungannya pada pendekatan laba operasi bersih (*Net Operating Income Approach*). Untuk membuktikan preposisi I yang dibuatnya, MM menggunakan pembuktian dengan adanya proses *arbitrage*.

Pada pendekatan laba bersih (NI) dikatakan peningkatan nilai perusahaan bisa terjadi jika dilakukan penambahan penggunaan hutang oleh perusahaan. Menurut MM, pada kondisi perusahaan *leverage* mempunyai nilai perusahaan atau harga saham yang lebih tinggi dibanding dengan perusahaan *unleverage*, maka

investor pada perusahaan *leverage* akan menjual sahamnya dengan harga tinggi untuk kemudian membeli saham perusahaan *unleverage* yang lebih murah dan menginvestasikan kelebihan dananya pada investasi lain. Karena asumsi pasar yang efisien, maka transaksi jual dan beli saham tersebut tidak dikenakan biaya. Semakin banyak investor yang pindah pada perusahaan *unleverage* mengakibatkan harga saham perusahaan *unleverage* ini semakin tinggi sehingga akhirnya harapan tingkat pengembalian (*required cost of equity*) untuk perusahaan *unleverage*. Peningkatan biaya ini akan terus terjadi hingga akhirnya terjadi keseimbangan harga saham dan biaya modal rata-rata tertimbang untuk perusahaan *leverage* dengan perusahaan *unleverage*. Artinya dengan penambahan hutang tidak akan mengakibatkan terjadinya perubahan harga saham untuk jangka panjang yang seterusnya tidak akan mengakibatkan terjadinya perubahan nilai perusahaan.

Preposisi II

Pada preposisi II ini MM menjelaskan bahwa *Cost of Equity* dari perusahaan *leverage* (K_{eL}) sama dengan :

- *Cost of Equity* (K_{eU}) dari perusahaan *unleverage* ditambah dengan.
- Premium risiko dari selisih *Cost of Equity* (K_{eU}) dengan *Cost of debt* (K_i).

Ini bisa dirumuskan sebagai berikut (Brigham & Daves, 2004) :

$$K_{eL} = K_{eU} + \text{Risk Premium} = K_{eU} + (K_{eU} - K_i) (D/S)$$

Disini D tetap digambarkan sebagai *market value of the firm's debt* dan S adalah *market value of the firm's equity*.

Dari preposisi II ini MM berpendapat bahwa dengan meningkatnya jumlah hutang perusahaan akan semakin meningkat juga biaya modal sendiri (*cost of equity / K_e*). Permintaan kenaikan dari biaya modal sendiri ini karena investor merasa harus menanggung risiko yang lebih besar dari pertambahan hutang perusahaan. Artinya pemilik modal menuntut adanya penambahan keuntungan atas dana yang ditanam di perusahaan biaya modal sendiri pada perusahaan *unleverage* ditambah premi risiko. Karena adanya penambahan biaya atas modal sendiri (K_e) mengakibatkan penurunan biaya hutang (K_i) menjadi tidak berarti sehingga nilai perusahaan tidak akan berpengaruh seperti yang digambarkan pada pendekatan laba bersih (NI). Dari pendekatan ini terlihat bahwa dengan tidak adanya pajak, nilai perusahaan dan biaya modal

rata-rata tertimbang (WACC) tidak terpengaruh oleh adanya perubahan pada struktur modal.

Preposisi III.

Preposisi III menyatakan bahwa perusahaan sebaiknya melakukan investasi pada proyek baru sepanjang paling tidak nilai perusahaan meningkat sebesar biaya investasi. Jika pertambahan nilai perusahaan adalah ΔV dan pertambahan biaya investasi adalah ΔI , maka bisa dibuat perumusan sebagai berikut :

$$\frac{\Delta V}{\Delta I} > 1$$

dari preposisi I diketahui bahwa $V = EBIT / K_{eU}$, maka $\Delta V = \Delta EBIT / K_{eU}$, dari sini bisa diperoleh persamaan sebagai berikut (Sartono, 2001):

$$\frac{\Delta EBIT}{K_{eU} \Delta I} > 1 \text{ atau } \frac{\Delta EBIT}{\Delta I} > K_{eU}$$

Pendekatan Modigliani - Miller (MM) Dengan Pajak.

Pendekatan Modigliani – Miller tanpa pajak diatas di publikasi pertama kali pada tahun 1958.

Pada tahun 1963, Modigliani – Miller kembali mengkoreksi asumsi yang sudah dibuat yaitu dengan memasukkan unsur pajak dalam analisisnya. Dengan adanya pajak perusahaan ini, MM mulai mempertimbangkan kebenaran pendekatan laba bersih (NI) yaitu perubahan struktur modal akan mempengaruhi nilai perusahaan. Jika argumentasi pendekatan laba bersih (NI) Durand menganggap nilai perusahaan akan meningkat dengan adanya penambahan hutang yang akan mengakibatkan menurunnya biaya modal rata-rata tertimbang (WACC). Pada pendekatan MM dengan pajak ini, nilai perusahaan akan meningkat juga karena adanya peningkatan pemakaian hutang perusahaan, tetapi pengurangan biaya modal rata-rata tertimbang (WACC) terjadi akibat adanya *tax saving* atau penghematan pajak karena meningkatnya biaya bunga (*a Tax Deductible Expenses*). Dengan kata lain, jika ada dua perusahaan yang memperoleh laba operasi (EBIT) yang sama, perusahaan yang pertama menggunakan hutang (*leverage firm*) untuk membiayai perusahaannya (dengan membayar bunga) sementara yang lain tidak menggunakan hutang (*unleverage firm*) dalam membiayai perusahaannya. Perusahaan pertama akan membayar pajak penghasilan perusahaan yang lebih kecil dibanding dengan perusahaan kedua, akibat dari penghematan pajak penghasilan dari

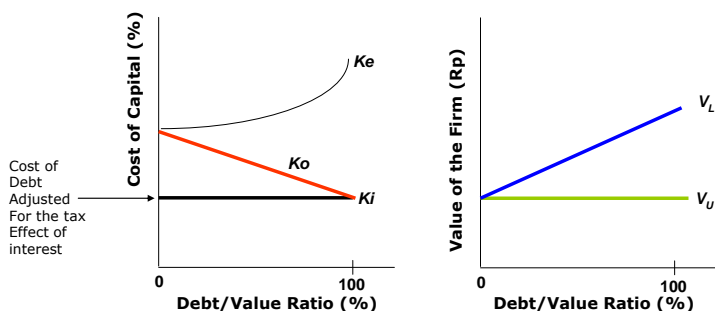
adanya biaya bunga yang dibayar. Dengan membayar pajak penghasilan perusahaan yang lebih kecil dibanding dengan perusahaan yang tidak menggunakan hutang (*unleverage*) akan mengakibatkan laba perusahaan perlembar saham (*Earning Per Share*) akan lebih besar yang seterusnya akan meningkatkan nilai perusahaan.

Untuk menggambarkan keterkaitan antara struktur modal yang memasukkan unsur modal dengan nilai perusahaan, bisa dilihat dari model yang ditawarkan oleh MM sebagai berikut (Brigham & Daves, 2004):

$$V_L = V_U + TD$$

Dimana disini dikatakan *Value of leveraged firm* (V_L) sama dengan *Value of unleveraged firm* (V_U) ditambah dengan jumlah pajak perusahaan dikalikan dengan jumlah hutang. Grafik yang bisa dibuat untuk menggambarkan kondisi ini adalah seperti Gambar 2.4.

Gambar 2.4
Pengaruh Struktur Modal Pendekatan MM Dengan Pajak
Perusahaan



Sumber : Block & Hirt (1994,p.337)

Dari Gambar 2.4 terlihat sejak diperkenalkan pajak pada pendekatan ini, faktor pajak bisa mengurangi *Weighted average cost of capital* (K_0) jika perusahaan berusaha untuk menambah penggunaan hutang dalam membiayai perusahaannya. Pengurangan biaya modal rata-rata tertimbang ini akan mengakibatkan naiknya nilai perusahaan untuk perusahaan yang menggunakan hutang (V_L), sementara untuk perusahaan yang tidak menggunakan hutang (V_U) nilai perusahaannya akan tetap konstan seperti pendekatan MM tanpa pajak. Jika memang teori yang digunakan MM dengan pajak ini bisa berjalan dengan baik berarti bisa disarankan kepada perusahaan untuk

berhutang sebanyak-banyaknya. Apakah pendapat ini bisa diterima ?

Pendekatan Miller Model.

Pada tahun 1976 Merton H. Miller mengoreksi model MM dengan tetap memperhatikan pajak. Koreksi yang dilakukan oleh Miller adalah dengan memperhatikan adanya pajak pribadi atau perorangan. Pajak perorangan yang dimaksud adalah pajak pribadi (T_S) untuk penghasilan dari saham dan penghasilan dari obligasi (T_d). Miller membuat model dasar sama dengan model MM yaitu :

$$\mathbf{V_L = V_U + T.D}$$

Dimana

$$T = 1 - \frac{(1-T_C)(1-T_S)}{(1-T_d)}$$

Sehingga (Brigham & Daves, 2002, p.535) :

$$V_L = V_U + \left\{ 1 - \frac{(1-T_C)(1-T_S)}{(1-T_d)} \right\} D$$

dimana :

T_C : Pajak Perusahaan (*Corporate Tax Rate*)

T_s : Pajak Perseorangan dari penghasilan saham (*Personal Tax Rate on Stock Income*).

T_d : Pajak Perseorangan dari penghasilan obligasi (*Personal Tax Rate on Bond Income*).

D : Hutang Perusahaan.

Dalam analisisnya Miller mengasumsikan bahwa jika tidak adanya pajak, maka pajak perusahaan (T_c), pajak perseorangan dari penghasilan saham (T_s), pajak perseorangan dari penghasilan obligasi (T_d) yaitu semua sama dengan nol (0). Sehingga model Miller akan menjadi sama dengan model MM tanpa pajak yaitu $V_L = V_U$.

Sementara jika hanya pajak pribadi yang tidak ada, maka hanya pajak perseorangan dari penghasilan saham (T_s) dan pajak perseorangan dari penghasilan obligasi (T_d) yang sama dengan nol (0). Akibat pada model Miller yaitu sama dengan model MM dengan pajak yaitu $V_L = V_U + T.D$.

Dengan model ini, apakah Miller juga akan menyarankan untuk menggunakan hutang sebanyak-banyaknya seperti model MM dengan pajak ? Miller ternyata lebih hati-hati dalam merekomendasikan hal ini. Miller menyatakan bahwa keuntungan dari penggunaan hutang

untuk membiayai perusahaan tergantung dari pajak perusahaan (T_C), pajak perseorangan dari penghasilan saham (T_S), pajak perseorangan dari penghasilan obligasi (T_d), dan jumlah penggunaan hutang oleh perusahaan (D).

Mengingat besarnya pajak untuk *capital gain* biasanya lebih kecil dari pada pajak penghasilan biasa dan bisa dibayar belakangan, maka pajak perseorangan dari penghasilan saham (T_S) biasanya lebih kecil dari pada pajak perseorangan dari penghasilan obligasi (T_d).

Walaupun sudah adanya perbaikan model Miller ini dibanding dengan model MM, namun ternyata model ini masih mempunyai kelemahan utama yaitu tidak mempertimbangkan adanya risiko kebangkrutan dan biaya *agency*.

Pendekatan *Trade Off Model*.

Untuk menggunakan hutang sebanyak-banyaknya seperti yang disarankan oleh model MM dengan pajak, perlu dipertimbangkan risiko dari pemakaian hutang tersebut oleh perusahaan. Pada model MM tanpa pajak sebenarnya MM sudah mempertimbangkan adanya risiko pemakaian hutang oleh perusahaan yang mengakibatkan adanya proses *Arbitrage* oleh investor. Tetapi pada model MM tanpa pajak tersebut, MM masih belum

menjelaskan risiko apa yang dipertimbangkan oleh investor.

Model *Trade Off* mencoba menjelaskan adanya faktor risiko kebangkrutan dari perusahaan yang akan mengakibatkan timbulnya biaya-biaya kalau perusahaan harus mengalami kesulitan keuangan (*Financial Distress*). Biaya kesulitan keuangan tersebut bisa berupa biaya untuk menjual aset perusahaan di bawah harga pasar, biaya pengurusan likuidasi perusahaan, maupun biaya atas kekhawatiran pihak manajemen untuk berjaga-jaga agar tidak mengalami kebangkrutan sehingga tidak konsentrasi mengurus operasional perusahaan. Biaya kebangkrutan ini akan semakin meningkat sesuai dengan peningkatan penggunaan hutang oleh perusahaan.

Disamping faktor kebangkrutan yang dimasukkan dalam pertimbangan model *Trade Off* ini, faktor manajer yang kurang serius juga menjadi pertimbangan khusus. Dengan adanya pihak investor, manajemen, dan kreditor, menjadikan adanya hubungan yang saling curiga. Kecurigaan terjadi terutama antara pemegang saham dengan pihak manajemen. Pihak manajemen diberi kebebasan untuk berhutang untuk membiayai perusahaan, tetapi pemegang saham bisa merasa curiga atas penggunaan dana hutang tersebut untuk

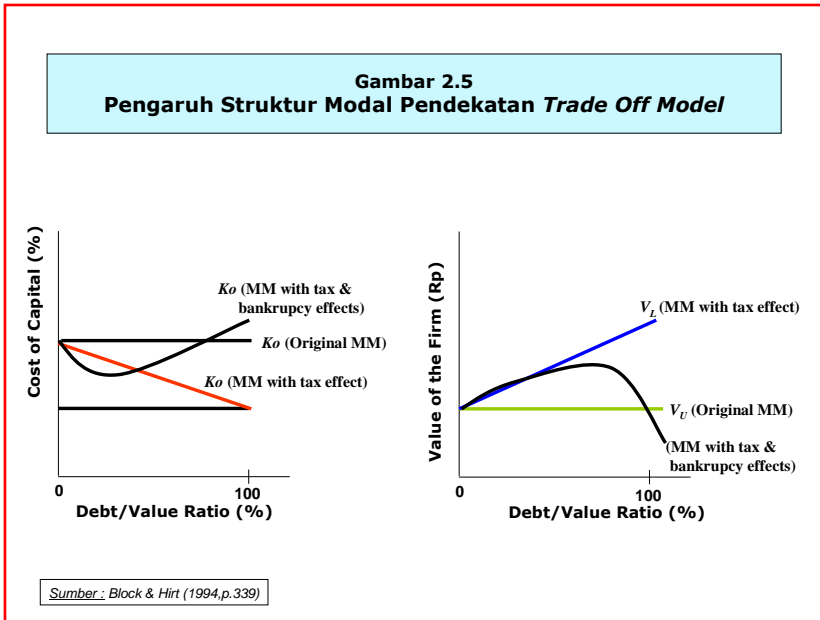
membiayai proyek-proyek yang berbahaya. Akibatnya pemegang saham harus selalu memonitor perusahaan, sebaliknya manajemen juga merasa kehilangan kebebasan dalam bergerak. Biaya akibat kehilangan kebebasan dan biaya untuk memonitor perusahaan ini yang selalu disebut sebagai biaya *agency*.

Dengan memasukkan biaya kebangkrutan dan biaya *agency* ke dalam model MM dengan pajak maka diperoleh model baru yaitu model *Trade Off* seperti di bawah ini (Brigham & Daves, 2004) :

$$V_L = V_U + T.D - \left\{ \begin{array}{l} \text{PV of expected} \\ \text{cost of financial} \\ \text{distress} \end{array} \right\} - \left\{ \begin{array}{l} \text{PV of} \\ \text{agency} \\ \text{costs} \end{array} \right\}$$

Dari model diatas terlihat bahwa semakin besar penggunaan hutang akan semakin meningkatkan nilai perusahaan, tetapi di lain pihak peningkatan penggunaan hutang untuk membiayai perusahaan tersebut akan semakin meningkatkan *financial distress* dan *agency cost*. Peningkatan *financial distress* dan *agency cost* akan menjadi lebih besar daripada keuntungan dari penggunaan hutang. Dari sini bisa diartikan bahwa penggunaan hutang baik dan bisa meningkatkan nilai perusahaan, tetapi pada batas tertentu kenaikan pemakaian hutang tersebut justru akan menurunkan nilai

perusahaan. Untuk lebih jelasnya bisa dilihat dari Gambar 2.5.



Dari gambar terlihat bahwa *trade off model* mengakui adanya pengaruh dari struktur modal terhadap nilai perusahaan, nilai perusahaan juga dipengaruhi oleh risiko yaitu *financial distress* dan *agency cost*. Kesimpulan yang paling penting dari model ini adalah bahwa model ini mengakui adanya struktur modal yang optimal dimana untuk mendapatkan nilai perusahaan yang maksimum bisa dicapai dengan mendapatkan struktur modal yang optimal.

Pendekatan *Pecking Order Theory*.

Pada pembahasan *trade off* model, banyak dibicarakan cara-cara untuk mendapatkan struktur modal yang paling optimum dengan mempertimbangkan pajak serta biaya-biaya yang terkait dengan kebangkrutan (*financial distress*) dan biaya-biaya yang terkait dengan *agency*. Semua penjelasan tersebut dibuat dalam rangka untuk mencari struktur modal yang paling optimal. Dalam artian perusahaan harus mendapatkan keseimbangan antara pemakaian hutang dengan modal sendiri untuk membiayai perusahaannya. Penggunaan hutang untuk membiayai perusahaan adalah baik dan sangat disarankan untuk meningkatkan nilai perusahaan, tetapi sebaliknya penggunaan hutang yang terlalu banyak justru akan menurunkan nilai perusahaan itu sendiri. Prinsip utama disini adalah berusaha mencari perbandingan *benefit* yang diperoleh dan *cost* yang menjadi pengorbanan. Penambahan hutang akan menambah *benefit* yaitu penghematan pajak akibat membayar bunga, tetapi penambahan hutang melewati atas tertentu justru akan mengakibatkan peningkatan *cost* dari *financial distress* dan *agency cost* yang lebih besar dari pada *benefit* yang diterima. Pada batas tersebut, perusahaan sudah harus menghentikan penggunaan hutang untuk membiayai perusahaannya.

Pada pendekatan *Pecking order Theory* ini, struktur modal yang optimal akan dilihat dari sudut pandang yang berbeda. Menurut Myers sebagai pencetus teori ini, tidak ada struktur modal yang optimal, yang ada hanya sumber dana internal dan eksternal saja. Modal sendiri yang berasal dari dalam perusahaan sendiri lebih disukai oleh manajer dibanding dengan dana eksternal yang berasal dari hutang. *Pecking order theory* ini memulai teorinya dengan *asymmetric information*, yaitu Myers percaya bahwa terjadi ketimpangan informasi antara manajer perusahaan dengan investor. Investor memiliki informasi yang lebih sedikit tentang perusahaan dibanding dengan manajer perusahaan. Akibatnya sering terjadi perbedaan pandangan terhadap kebijaksanaan yang diambil oleh manajer perusahaan. Aksi yang diambil oleh investor, sering tidak sesuai dengan harapan manajer investasi. Hal ini bertolak belakang dibanding dengan asumsi yang digunakan oleh MM, yang menyatakan pasar modal berbentuk efisien atau sempurna sehingga informasi yang diperoleh investor sama dengan manajer perusahaan.

Adapun pengertian *pecking order theory* itu sendiri bisa dijelaskan sebagai berikut (Brealey et al., 2008) :

- 1) Perusahaan lebih menyukai pendanaan dari internal (*internal finance*), yaitu pendanaan dari hasil operasi perusahaan sendiri yang biayanya lebih murah dibanding dengan hutang.
- 2) Perusahaan berusaha untuk konsisten dengan target pembagian dividen (*dividend payout ratio*) untuk kepentingan investasi di masa yang akan datang. Perusahaan selalu menghindari adanya perubahan secara mendadak terhadap kebijakan dividen ini.
- 3) Dengan kebijakan dividen yang ketat atau konsisten, disertai dengan fluktuasi keuntungan dan kesempatan investasi yang sulit diprediksi terlebih dahulu, mengakibatkan *cash flow* internal kadang-kadang terjadi kelebihan dan kadang-kadang terjadi kekurangan. Pada saat kelebihan *cash flow* internal, perusahaan cenderung menggunakan dana tersebut untuk membayar hutang atau menginvestasikan pada surat berharga. Sebaliknya jika terjadi kekurangan dana, perusahaan akan mengurangi saldo kas atau menjual surat berharga yang dimiliki.
- 4) Jika dibutuhkan pendanaan dari luar perusahaan (*external finance*), perusahaan akan mencari sumber dana yang paling

aman terlebih dahulu. Yaitu dimulai dari dengan hutang melalui obligasi, kemudian diikuti dengan sekuritas yang bersifat opsi seperti *convertible bond*, baru selanjutnya menerbitkan saham baru sebagai solusi terakhir.

Dari penjelasan diatas terlihat bahwa perusahaan lebih menyukai pendanaan dari dalam (*internal finance*) dibanding dengan pendanaan yang berasal dari luar (*external finance*). Hal ini bisa menunjukkan alasan perusahaan-perusahaan besar yang *profitable* lebih cenderung bersifat konservatif dalam menggunakan hutang untuk operasi perusahaannya. Sementara untuk perusahaan yang kurang *profitable*, akan cenderung tetap menggunakan sumber dana internal terlebih dahulu baru kemudian menutupi kekurangan dengan melakukan pinjaman dalam bentuk hutang. Mereka kurang berminat untuk segera menambah saham baru untuk membiayai perusahaan atas kekurangan dana tersebut. Hal ini dilakukan untuk mengurangi tersebarnya informasi internal perusahaan kepada khalayak ramai sehingga menjadi sorotan publik jika menerbitkan saham baru. Dari sudut inilah *pecking order theory* menyatakan bahwa pasar tidak akan efisien atau akan terjadi ketimpangan

informasi tentang perusahaan antara manajer perusahaan dengan investor.

Ada kecenderungan perusahaan untuk menambah hutang dibanding dengan menambah saham baru (Myers, 1984a). Hal ini terjadi akibat biaya emisi menerbitkan saham baru lebih besar dibanding dengan menerbitkan obligasi. Disamping itu menerbitkan saham baru akan diartikan jelek oleh investor sehingga akan mengakibatkan turunnya harga saham yang sudah ada. Kejadian ini lebih disebabkan oleh ketimpangan informasi atau *asymmetric information* yang diperoleh investor dengan manajer perusahaan. *Asymmetric information* ini terjadi karena perusahaan yang lebih banyak mempunyai informasi dibanding dengan investor menganggap harga saham saat ini terlalu mahal (*over value*). Dengan perkiraan ini perusahaan berusaha untuk menerbitkan saham baru dengan harga yang sama (karena dianggap lebih menguntungkan). Di lain pihak investor yang tidak mempunyai banyak informasi tentang perusahaan melihat hal ini merupakan signal bahwa sesuai dengan anggapan perusahaan sebelumnya, perusahaan menganggap harga saham saat ini sangat mahal. Sehingga investor akan menawar harga saham tersebut lebih rendah dari pada harga saham saat ini. Oleh karena itu penerbitan saham baru akan mengakibatkan turunnya harga saham yang

sudah ada karena ketimpangan informasi tersebut.

Teori *Free Cash Flow*

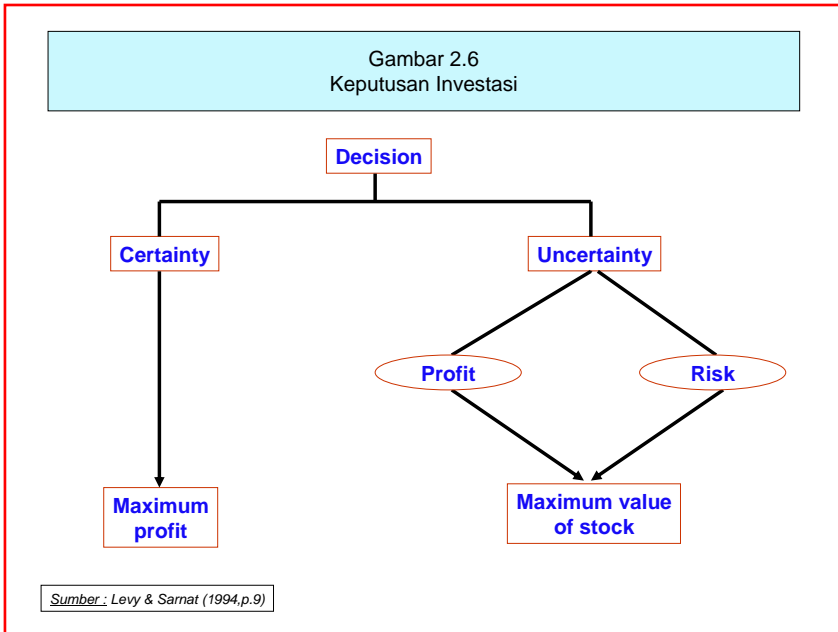
Teori struktur modal yang lain adalah teori *free cash flow* (Jensen, 1986a) yang menyatakan bahwa manajer yang memiliki *free cash flow* cenderung melakukan investasi yang kurang menguntungkan dari pada dana tersebut dikembalikan kepada pemegang saham. Manajer akan memilih investasi yang dapat mempertahankan pertumbuhan perusahaan, kendati dengan pertumbuhan tersebut tidak akan meningkatkan nilai perusahaan. Pada teori ini pemegang saham memaksa manajer untuk meminjam sebanyak-banyaknya, dengan harapan akan mengurangi biaya agensi dan mendisiplinkan manajer dalam mengelola dana yang ada serta akan memaksa manajer agar bisa melakukan tugasnya dengan lebih produktif sesuai dengan harapan pemegang saham. Dalam hipotesisnya teori ini menyatakan bahwa hutang akan memotivasi manajemen menjadi lebih efisien sehingga penggunaan sumber daya (aktiva) menjadi lebih produktif.

Risiko Dalam Struktur Modal

Dalam memutuskan besarnya proporsi besarnya hutang dan modal, perlu dipertimbangkan adanya risiko yang melekat pada keputusan tersebut. Model MM, gagal memprediksi pengaruh struktur modal terhadap nilai perusahaan juga disebabkan adanya risiko. Secara umum, risiko bisa diartikan adanya variabilitas dari pendapatan yang diharapkan dimasa yang akan datang. Risiko muncul karena dimasa depan tidak bisa diprediksi dengan pasti. Jadi dalam mengambil keputusan seorang manajer keuangan harus bisa memilah keputusan yang pasti dan keputusan yang mengandung ketidakpastian (risk) agar tujuan untuk memaksimumkan kemakmuran pemegang saham. Gambar 2.6 menunjukkan hal tersebut. Pada Gambar 2.6 jelas terlihat bahwa setiap keputusan terdiri hal yang pasti dan yang tidak pasti. Hal yang pasti akan menghasilkan keuntungan maksimum sedangkan keputusan yang tidak pasti akan menghasilkan nilai saham yang maksimum yang akhirnya akan meningkatkan kemakmuran pemegang saham.

Jika variabilitas pendapatan di masa yang akan datang menjadi salah satu penentu di dalam memutuskan struktur modal perusahaan, maka risiko yang akan dihadapi oleh perusahaan bisa dibagi menjadi dua macam risiko yaitu risiko

bisnis (*Business Risk*) dan risiko keuangan (*Financial Risk*).



Risiko bisnis merupakan risiko dari para pemegang saham perusahaan yang akan dihadapi jika perusahaan tidak menggunakan hutang (Brigham & Daves, 2004, p.489). Risiko bisnis timbul dari ketidakpastian proyeksi *cash flow* perusahaan dengan kata lain adanya ketidakpastian dari *operating profit* dan investasi. Laba yang diperoleh atas investasi bisa dihitung dengan rumus sebagai berikut (Brigham & Daves, 2004) :

$$\text{ROIC} = \frac{\text{NOPAT}}{\text{Capital}} = \frac{\text{EBIT} (1 - T)}{\text{Capital}}$$

$$\text{ROIC} = \frac{\text{Net income to common stockholders} + \text{After tax interest payment}}{\text{Capital}}$$

Dimana :

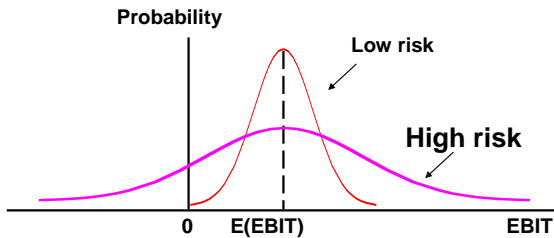
ROIC : Return on Invested Capital.

NOPAT : Net Operating Profit After Taxes

Capital : Jumlah modal untuk operasi (*Firm's Capital Requirement*) atau jumlah hutang dan modal sendiri.

Business risk bisa diukur dengan standar deviasi ROIC (σ_{ROIC}). Jika jumlah modal untuk operasi (*Firm's Capital Requirement*) tidak berubah atau stabil, bisa digunakan variabilitas dari EBIT (*Earning Before Interest and Tax*) atau σ_{EBIT} (Brigham & Daves, 2004). Hal ini bisa dilihat dari Gambar 2.7.

Gambar 2.7
What is business risk?



Sumber: Brigham & Daves (2004)

Dari Gambar 2.7 terlihat bahwa semakin sempit kurva tersebut menunjukkan variabilitas EBIT yang semakin kecil sehingga risiko bisnis yang dihadapi oleh perusahaan akan semakin kecil (*Low Risk*). Sebaliknya semakin lebar kurva yang ada menunjukkan variabilitas dari EBIT semakin besar sehingga risiko bisnis yang dihadapi oleh perusahaan akan semakin besar (*High Risk*).

Dengan keadaan yang sama sebenarnya ada pendapat yang mengatakan bahwa risiko bisnis bisa diukur dengan variabilitas atau standar deviasi dari ROE atau *return on equity* (σ_{ROE}) (Atmaja, 2008). Asumsi yang digunakan dalam metode ini adalah perusahaan tidak

menggunakan hutang, sementara ROE bisa dihitung dengan cara sebagai berikut (Atmaja, 2008) :

$$\text{ROE} = \frac{\text{E A T}}{\text{Modal Sendiri}}$$

Dimana :

ROE : *Return on Equity*

EAT : *Earning After Tax*

Risiko bisnis dipengaruhi oleh beberapa faktor sebagai berikut (Brigham & Daves, 2004):

- 1) *Demand Variability*. Semakin stabil permintaan dari produk perusahaan dan faktor-faktor lainnya dianggap tetap akan semakin kecil risiko bisnis yang akan dihadapi.
- 2) *Sales Price Variability*. Perusahaan yang produknya dijual pada pasar yang sangat tidak stabil akan mengandung risiko bisnis yang lebih besar dibanding dengan perusahaan yang menjual produknya pada pasar yang stabil.
- 3) *Input Cost Variability*. Perusahaan yang biaya *input*-nya tidak pasti akan menghadapi risiko bisnis yang lebih besar.

- 4) *Ability to adjust output price for changes in input costs.* Sebagian perusahaan lebih mudah merubah harga jual produknya akibat adanya perubahan harga input. Perusahaan jenis ini akan mendapatkan risiko bisnis yang lebih rendah.
- 5) *Ability to develop new products in a timely, cost effective manner.* Perusahaan yang menggunakan teknologi tinggi untuk memproduksi produknya seperti perusahaan obat-obatan dan komputer memiliki risiko bisnis yang lebih besar.
- 6) *Foreign Risk Exposure.* Perusahaan yang sebagian besar pasarnya berada pada luar negeri akan menghadapi risiko bisnis yang lebih besar dibanding dengan perusahaan dalam negeri yang menggunakan satu mata uang. Risiko bisnis ini juga akan meningkat jika perusahaan berada pada negeri yang politiknya tidak stabil yang akan timbul *political risk*.
- 7) *The Extent to which costs are fixed :operating leverage.* Jika sebagian besar biaya perusahaan adalah biaya tetap (*fixed cost*), perusahaan akan mengalami masalah jika permintaan menurun. Risiko yang dihadapi perusahaan ini akan meningkatkan risiko bisnis. Faktor ini juga disebut sebagai *operating leverage*.

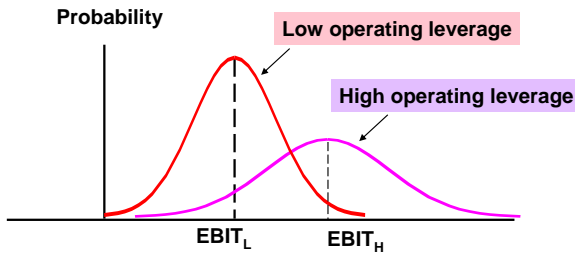
Berbicara mengenai *operating leverage* berarti kita harus bisa mengukur besarnya *degree operating leverage* (DOL) yang bisa diukur dengan menggunakan rumus sebagai berikut (Block & Hirt, 1994) :

$$\text{DOL} = \frac{\text{Percent Change in Operating Income}}{\text{Percent Change in Unit Volume}}$$

Dari rumus tersebut bisa dilihat bahwa *operating income* atau EBIT dibandingkan dengan unit penjualan atau volume penjualan. Artinya DOL berguna untuk mengukur sensitivitas dari EBIT akibat perubahan dari volume penjualan. Untuk lebih jelasnya bisa dilihat dari Gambar 2.8.

Dari Gambar 2.8 terlihat bahwa semakin tinggi *Degree operating leverage* (DOL) yang berarti akan mengharapkan semakin tinggi harapan untuk mendapatkan EBIT juga akan menghadapi risiko bisnis yang semakin tinggi. Sebaliknya semakin rendah *degree operating leverage* (DOL), risiko bisnis juga akan semakin kecil, tetapi EBIT yang diharapkan juga akan semakin kecil.

Tabel 2.8
DEGREE OPERATING LEVERAGE (DOL)



Sumber: Brigham & Davis (2004)

Berbeda dengan risiko bisnis yang menekankan pada asumsi perusahaan tidak menggunakan hutang untuk operasi perusahaan, pada risiko keuangan (*financial risk*), perusahaan baru menghadapi risiko keuangan jika perusahaan berusaha untuk membiayai sebagian operasinya dengan menggunakan hutang. Jika perusahaan menggunakan hutang, perubahan pada EBIT perusahaan akan mengakibatkan adanya perubahan pada pendapatan perlembar saham (EPS). Untuk mengukur besarnya *degree of financial leverage* (DFL) bisa digunakan rumus sebagai berikut (Block & Hirt, 1994) :

$$DFL = \frac{\text{Percent Change in Earning per share}}{\text{Percent Change in EBIT}}$$

Rumus ini bisa juga diganti sebagai berikut :

$$DFL = \frac{EBIT}{EBIT - I}$$

Degree of financial leverage (DFL) diukur guna mengetahui seberapa sensitif EPS akibat adanya perubahan dari EBIT. Besarnya DFL sangat tergantung dari hutang yang digunakan oleh perusahaan untuk membiayai operasinya. Semakin besar DFL menunjukkan perusahaan menggunakan hutang untuk membiayai operasi yang besar yang seterusnya menunjukkan besarnya risiko keuangan (*financial risk*) yang dihadapi perusahaan.

Dari kedua risiko yang dihadapi oleh perusahaan terlihat bahwa risiko bisnis sangat ditentukan oleh kepastian dari EBIT disamping adanya faktor-faktor dalam bisnis seperti persaingan, operating leverage dan lain-lain. Sementara risiko keuangan akan dipengaruhi oleh besarnya hutang yang digunakan. Akibat dari penggunaan hutang tersebut, secara tidak langsung akan menimbulkan risiko keuangan dan

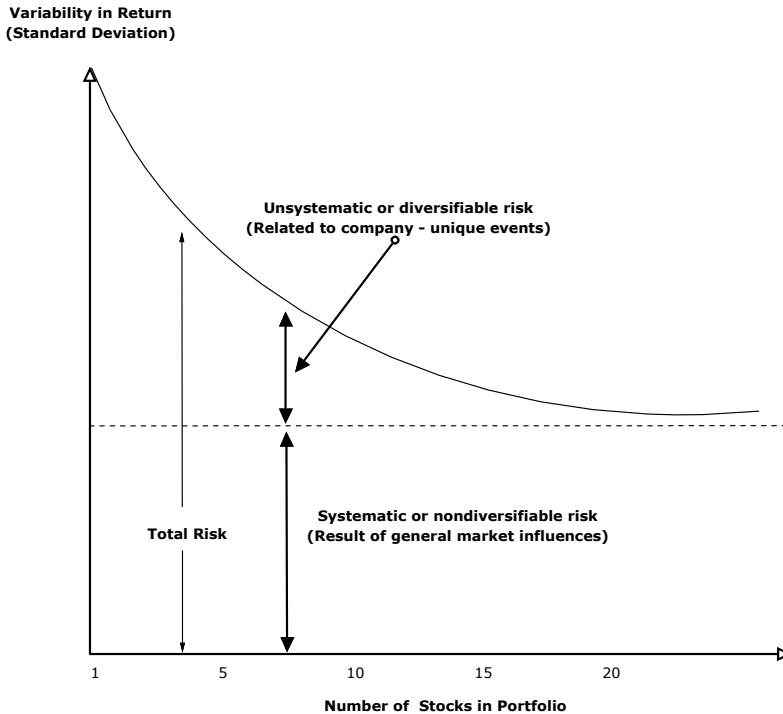
risiko bisnis sekaligus. Ini berarti baik risiko bisnis maupun risiko keuangan sangat berhubungan dengan keputusan struktur modal perusahaan.

Selain risiko bisnis dan risiko keuangan, masih dikenal lagi adanya risiko pasar yang juga mempengaruhi kebijakan struktur modal. Dalam membahas risiko pasar, kita bisa melihat bahwa risiko disini terbagi dua yaitu risiko yang bisa di diversifikasi (*diversifiable risk*) dan risiko yang tidak bisa di diversifikasi yang biasa disebut risiko pasar (*market risk*). Untuk lebih jelasnya bisa dilihat dari Gambar 2.9.

Dari Gambar 2.9 terlihat bahwa risiko terdiri dari risiko sistematis yang biasa disebut risiko pasar adalah risiko yang tidak bisa dihilangkan dengan menggunakan diversifikasi (*nondiversifiable risk*). Sementara risiko tidak sistematis adalah risiko yang masih bisa dikurangi dengan jalan diversifikasi (*diversifiable risk*). Dalam investasi ini investor selalu memegang prinsip agar tidak meletakkan semua telur dalam satu keranjang (*wise investors do not put all their egg into just one basket*). Dengan menempatkan pada beberapa keranjang (diversifikasi), diharapkan risiko yang dihadapi akan semakin kecil. Kendati risiko tidak sistimatis ini bisa dikurangi, tetapi risiko ini tidak bisa dihilangkan sama sekali.

Gambar 2.9

Efek dari Ukuran Portfolio dengan Risiko Portfolio



Penambahan aset atau saham akan bisa mengurangi risiko tidak sistematis, tetapi selama investasi-investasi tersebut tidak mempunyai koefisien korelasi negatif sempurna, maka fluktuasi return portfolio tidak bisa dihilangkan. Artinya semakin ditambah jenis saham dalam suatu portfolio akan semakin kecil fluktuasi

return portfolio tersebut, yang diukur dengan standar deviasi . Namun demikian penurunan tersebut tidak akan mencapai nol, artinya walaupun jenis saham sudah kita tambah sedemikian rupa, tapi standar deviasinya tidak akan hilang sama sekali sehingga kita akan tetap dihadapkan pada suatu risiko . Risiko yang selalu ada dan tidak bisa dihilangkan tersebut adalah risiko sistematis, sedangkan risiko yang bisa dihilangkan dengan diversifikasi disebut sebagai risiko tidak sistematis. Penjumlahan kedua jenis risiko ini disebut sebagai risiko total. Ini sesuai dengan gambar jenis risiko diatas (Gambar 2.9).Beta ini merupakan risiko yang relevan dalam diversifikasi saham, ini bisa dibuktikan dengan kutipan dari (Elton & Gruber, 2003) :

“Earlies we argued that, for very well-diversified portfolios, Beta was the correct measure of a security’s risk. For very well-diversified portfolios, nonsystematic risk tends to go to zero and the only relevant risk is systematic risk measured by Beta.”

Karena beta relevan dalam pengukuran, maka perlu diketahui apa sebenarnya beta. Dengan kata lain karena investor tidak suka dengan

risiko maka mereka akan selalu berusaha untuk mengurangi risiko. Risiko yang bisa dikurangi akibat diversifikasi disebut risiko tidak sistematis sementara risiko sistematis sama sekali tidak bisa dikurangi. Karena risiko sistematis atau beta tidak bisa dikurangi maka risiko ini yang relevan dalam analisa. Beta merupakan risiko sistematis yang diukur dengan melihat seberapa besarnya sumbangan risiko saham i (β_i) terhadap risiko seluruh pasar (β_m). Sehingga beta ini bisa diformulasikan sebagai berikut (Levy & Sarnat, 1998):

$$\hat{\beta}_i = \frac{\text{Cov}(X_i, X_m)}{\sigma_m^2}$$

atau bisa juga diformulasikan sebagai berikut :

$$\hat{\beta}_i = \frac{\sum_{T=1}^{10} (X_{it} - X_i)(X_{mt} - X_m)}{\sum_{T=1}^{10} (X_{mt} - X_m)^2}$$

Dimana :

X_{it} = Rate of return saham i pada tahun t .

X_{mt} = *Rate of return* portfolio pasar pada tahun t .

$\hat{\beta}_i$ = Risiko sistematis saham i .

Disini risiko pasar yang digambarkan sebagai beta (β_i) merupakan elastisitas harga saham perusahaan dibandingkan dengan harga semua saham di pasar (di Indonesia disebut Indeks Harga Saham Gabungan atau IHSG). Jika beta sama dengan 1, berarti jika ada kenaikan IHSG 10%, akan mengakibatkan terjadi kenaikan harga saham perusahaan juga 10%.

Pendekatan *Capital Asset Pricing Model*(CAPM) Pada Struktur Modal.

Pendekatan *Capital Asset Pricing Model* (CAPM) berkaitan erat dengan risiko khususnya risiko pasar (β). Bentuk dasar dari pendekatan CAPM ini adalah hubungan linier antara *return* dari saham individual dengan *stock market return*. Dengan menggunakan analisa regresi linier *least square* bisa dibuat formula sebagai berikut (Block & Hirt, 1994):

$$K_j = \alpha + \beta K_m + e$$

Dimana :

K_j : *Return on individual common stock of company.*

α : *Alpha, the intercept on the Y-axis.*

β : *Beta the coefficient.*

K_m : *Return on stock market.*

e : *Error term of regression equation.*

Rumus diatas menggunakan data historis untuk menghitung koefisien beta (**β**) yang merupakan ukuran *return performance* dari saham berbanding dengan *return performance* dari pasar. Pada formula tersebut *return* saham ditentukan dari *intercept* ditambah dengan beta dikalikan dengan *return market*. Mengingat investor menghadapi risiko yang lebih besar, sehingga mereka menuntut *return* yang lebih besar sebagai premium atas risiko yang dihadapi tersebut yang disebut dengan *market risk premium*. Dari formula dasar tersebut kemudian dikembangkan rumus yang bisa mengakomodir *market risk premium* tersebut sebagai berikut (Block & Hirt, 1994) :

$$K_j = R_f + \beta(K_m - R_f)$$

Dimana :

K_j : *Return on individual common stock of company.*

R_f : *Risk free rate of return.*

β : *Beta the coefficient.*

K_m : *Return on stock market.*

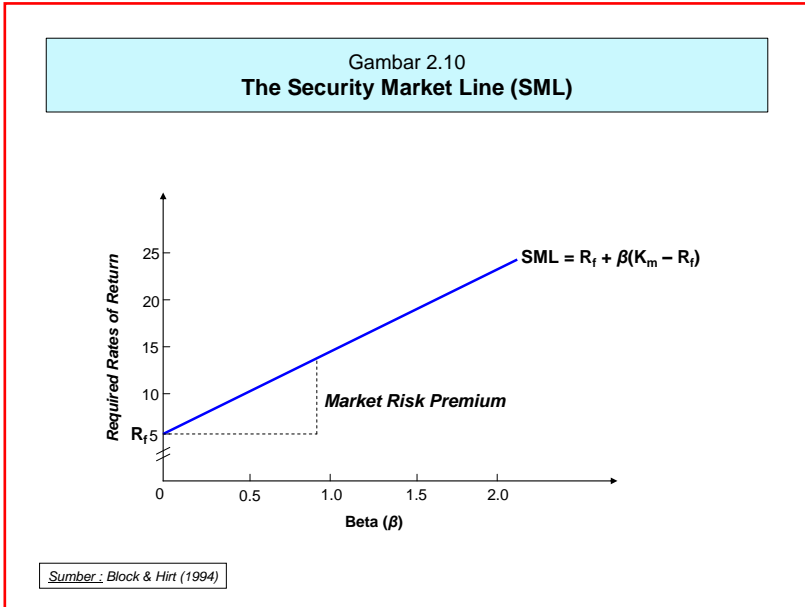
$K_m - R_f$: *Premium or excess return of the market versus the risk free rate.*

$\beta(K_m - R_f)$: *Expected return above the risk free rate for the stock of company..*

Pada formula diatas masih terdapat beta yang mengukur sensitivitas dari *return* saham pada *return* pasar. Untuk melihat hubungan antara *return* yang diharapkan dengan risiko pasar atau beta bisa dilihat pada Gambar 2.10.

Pada Gambar 2.10 tersebut terlihat adanya hubungan antara risiko pasar (beta) dengan *return* yang diharapkan oleh investor. Dengan menggunakan model CAPM yang kedua ($K_j = R_f + \beta(K_m - R_f)$) diperoleh grafik garis *Security Market Line* (SML). Pada Gambar 2.10 tersebut terlihat grafik tersebut dimulai dari *return* 5 yang artinya *risk free return* saat itu adalah 5%. Di Amerika yang menjadi *risk free return* adalah T-Bil, sementara di Indonesia yang bisa dijadikan sebagai pedoman *risk free return* adalah SBI (Sertifikat Bank Indonesia). Pada Gambar 2.10 tersebut dianggap *risk free return* adalah 5%, kemudian titik-titik yang ada sepanjang garis tersebut adalah kemungkinan investasi dengan risiko pasar yang lebih besar dan *return* yang lebih tinggi. Semakin tinggi *return* yang diharapkan, akan semakin tinggi juga risiko pasar yang dihadapi. Kelebihan *return* yang diperoleh merupakan premium atas risiko yang

akan dihadapi. Namun untuk investor yang alergi dengan risiko sebaiknya dipilih risiko pasar (beta) kurang dari atau sama dengan satu (Block & Hirt, 1994).



Untuk mengkomodir teori CAPM khususnya dalam kaitan dengan beta terhadap struktur modal, Robert Hamada (1972) mencoba menggabungkan antara teori CAPM dengan teori MM dengan pajak. Adapun model yang ditawarkan untuk menghitung K_{SL} (*Cost of equity*) perusahaan yang menggunakan hutang adalah sebagai berikut (Brigham & Daves, 2004)

:

$K_{SL} = \text{Risk free rate} + \text{Premium for business risk} + \text{Premium for financial risk}$

Yang bisa juga dibuat dengan rumus sebagai berikut :

$$K_{SL} = K_{RF} + (K_M - K_{RF})b_U + (K_M - K_{RF})b_U (1 - T) (D/S)$$

Dimana :

K_{SL} : *Cost of Equity.*

K_{RF} : *Risk free return.*

K_M : tingkat bunga yang diharapkan dari pasar.

b_U : beta untuk perusahaan yang tidak menggunakan hutang.

T : pajak.

D : proporsi hutang.

S : proporsi modal sendiri.

Risk free return (K_{RF}) merupakan komponen biaya modal yang diberikan kepada pemegang saham sebagai kompensasi atas waktu dari uang yang ditanamkannya (*The Time Value of Money*), sementara komponen premium dari risiko bisnis dan risiko keuangan merupakan tambahan biaya modal yang diberikan kepada pemegang saham atas kesediaannya untuk menanggung risiko yang melekat pada perusahaan. Jika perusahaan tidak menggunakan hutang dalam operasinya ($D=0$) maka pemegang saham hanya akan mendapatkan tambahan kompensasi atas risiko bisnis saja.

Seperti pembahasan sebelumnya tentang rumus SML sebagai berikut :

$$K_j = R_f + \beta(K_M - R_f)$$

Sedangkan formula Hamada adalah sebagai berikut (Brigham & Daves, 2004) :

$$K_{SL} = K_{RF} + (K_M - K_{RF})\beta_U + (K_M - K_{RF})\beta_U (1 - T) (D/S)$$

Maka

$$K_{RF} + \beta_L(K_M - K_{RF}) = K_{RF} + (K_M - K_{RF})\beta_U + (K_M - K_{RF})\beta_U (1 - T) (D/S)$$

$$\beta_L(K_M - K_{RF}) = (K_M - K_{RF})\beta_U + (K_M - K_{RF})\beta_U (1 - T) (D/S)$$

$$\beta_L = \beta_U + \beta_U (1 - T) (D/S)$$

$$\beta_L = \beta_U + \{1 + (1 - T) (D/S)\}$$

Jadi berdasarkan asumsi dari M dan CAPM, beta untuk perusahaan yang menggunakan hutang sama dengan beta untuk perusahaan yang tidak menggunakan hutang yang tergantung pada penyesuaian faktor-faktor sebagai berikut :

- 1) Pajak perusahaan.
- 2) Jumlah hutang perusahaan.

Yaitu semakin besar tarif pajak, semakin kecil faktor untuk penyesuaian tersebut, sebaliknya semakin besar hutang perusahaan akan semakin besar faktor penyesuaian.

Dalam konteks suatu risiko pasar, risiko bisnis suatu perusahaan diukur dengan *unleverage beta* (b_U), risiko total perusahaan diukur dengan *leverage beta* (b_L) dan risiko finansial diukur dengan perbedaan b_U dan b_L (Atmaja, 2008).

Risiko Total = Risiko Bisnis + Risiko Finansial

Dimana :

Risiko Total	:	b_L
Risiko Bisnis	:	b_U
Risiko finansial	:	$b_L - b_U$

Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Keputusan Struktur Modal.

Secara garis besar faktor-faktor yang mempengaruhi saat membuat keputusan struktur modal adalah sebagai berikut (Brigham & Daves, 2004) :

- 1) *Sales Stability*. Perusahaan yang penjualannya relatif stabil bisa lebih aman dalam menggunakan hutang yang mempunyai biaya bunga tetap dibanding dengan perusahaan yang penjualannya tidak stabil.

- 2) *Assets Structure*. perusahaan yang memiliki aktiva yang dapat digunakan sebagai agunan hutang cenderung menggunakan hutang yang relatif lebih besar. Sebagai contoh perusahaan *real estate* cenderung menggunakan hutang lebih besar karena bisa digunakan sebagai agunan dibanding dengan perusahaan teknologi tinggi.
- 3) *Operating Leverage*. Perusahaan dengan *operating leverage* yang lebih kecil cenderung lebih aman untuk menggunakan hutang dalam operasinya karena risiko bisnisnya lebih kecil.
- 4) *Growth Rate*. Perusahaan yang memiliki pertumbuhan yang lebih cepat lebih tergantung pada pembiayaan dari luar perusahaan. Pada perusahaan yang tingkat pertumbuhannya lambat kurang membutuhkan tambahan modal baru sehingga bisa diperoleh dari laba ditahan. Karena biaya *floating* untuk hutang lebih kecil dibanding dengan penerbitan saham baru, maka pemilihan untuk menambah hutang lebih besar dibanding dengan menerbitkan saham baru. Pada saat yang sama, bagaimanapun perusahaan ini sering menghadapi ketidakpastian yang

lebih besar sehingga membuat mereka untuk mengurangi menggunakan hutang.

- 5) *Profitability*. Dalam observasi perusahaan yang memiliki tingkat pengembalian investasi yang lebih tinggi relatif tidak menggunakan hutang. Walaupun tidak ada teori yang bisa menjelaskan fakta ini, tetapi penjelasan praktis adalah perusahaan yang mempunyai laba yang tinggi seperti Intel, Microsoft dan Coca-Cola tidak memerlukan hutang untuk pembiayaannya. Dengan tingkat laba yang tinggi membuat mereka bisa membiayai operasi perusahaan dari pembiayaan internal.
- 6) *Taxes*. Biaya bunga adalah *deductible expense*, dan pengurangan tersebut sangat berarti untuk perusahaan dengan tarif pajak yang tinggi. Oleh sebab itu perusahaan dengan tarif pajak yang tinggi lebih cenderung menggunakan hutang.
- 7) *Control*. Pengaruh penggunaan hutang banding saham biasa pada pengawasan manajemen bisa mempengaruhi struktur modal. Jika manajemen mempunyai lebih dari 50% saham tetapi tidak bisa membeli saham lebih banyak, lebih memilih hutang sebagai pilihan pembiayaan. Di lain pihak manajemen akan memutuskan untuk

menggunakan modal sendiri jika situasi keuangan perusahaan lemah sehingga jika diputuskan untuk menggunakan hutang akan memperbesar risiko tidak terbayar sehingga manajer akan kehilangan jabatannya.

- 8) *Management Attitudes*. Karena tidak ada yang bisa membuktikan struktur modal akan mengakibatkan kenaikan harga saham, manajemen akan memutuskan struktur modal yang wajar menurut mereka. Untuk manajemen yang konservatif akan mengurangi penggunaan hutang dibanding dengan industri. Sementara untuk manajemen yang agresif akan menggunakan lebih banyak hutang untuk mendapatkan laba yang lebih besar.
- 9) *Lender and Rating Agency Attitudes*. disamping analisa dari manajer tentang faktor hutang yang pantas untuk perusahaannya, sikap *lender* dan *rating agency* bisa mempengaruhi keputusan struktur modal. Dalam banyak kasus, perusahaan yang melakukan diskusi tentang struktur modal dengan *lender* dan *rating agency* menerima arahan mereka.

- 10) *Market Condition*. Kondisi pasar saham dan obligasi mempengaruhi optimal struktur modal perusahaan.
- 11) *The firm's internal condition*. Kondisi internal perusahaan bisa mempengaruhi keputusan struktur modal. Misalnya perusahaan yang berhasil dalam program riset, dan diramalkan akan meningkatkan laba di kemudian hari. Bagaimanapun laba baru ini belum diantisipasi oleh investor, sehingga tidak akan mempengaruhi harga saham. Perusahaan ini tidak akan menerbitkan saham, tetapi lebih cenderung menggunakan hutang untuk mendanai operasinya sampai adanya pengaruh pada harga saham. Setelah harga saham terpengaruh oleh isu keberhasilan program riset, perusahaan baru menjual saham dan menyesuaikan dengan target struktur modal. Faktor ini berkaitan dengan *asymmetric information* dan *signaling*.
- 12) *Financial Flexibility*. Perusahaan dengan kesempatan investasi yang menguntungkan membutuhkan pembiayaan. Tetapi ada yang mengatakan bahwa pendapatan yang bagus lebih baik lebih mempengaruhi

harga saham dibanding dengan keputusan pembiayaan yang baik.

- 13) *Market Value*. Fokus teori struktur modal adalah meningkatkan *market value* bukan *book value*. Struktur modal yang optimal dibentuk untuk mendapatkan WACC dan meningkatkan *market value*. Pada masa sebelum penelitian MM tahun 1950-an dan 1960-an, kebanyakan orang fokus pada *accounting book value* untuk mendapatkan WACC dengan data akuntansi. Hal ini tidak benar dan perlu dikoreksi. Ini membuktikan bahwa teori keuangan akan lebih baik dengan keputusan pendanaan.

Dari penjelasan diatas, jelas sekali bahwa struktur modal juga dipengaruhi oleh kebijakan struktur asset atau aktiva. Sebagai hasil dari keputusan investasi (*investment decision*) adalah menambah aktiva. Untuk mengukur seberapa besar aktiva yang dibiayai dengan hutang, diperlukan rasio *debt to assets*.

Hubungan beta dengan variabel Struktur Modal

Salah satu risiko yang akan mempengaruhi keputusan struktur modal adalah risiko pasar

(beta). Beta merupakan risiko yang diukur dari hubungan antara *return* saham dan *return* pasar (Elton & Gruber, 2003). Risiko pasar ini bisa dijadikan sebagai alat untuk mengukur seberapa sensitif harga saham perusahaan dibandingkan dengan perubahan harga pasar. Dalam penelitian Beaver, Kettler dan Scholes ditemukan adanya hubungan faktor fundamental perusahaan dengan risiko pasar yaitu (Elton & Gruber, 2003):

- a. *Dividend Payout* (*dividend* dibagi dengan *Earning*).
- b. *Assets Growth* (perubahan tahunan dari total aset).
- c. *Leverage* (*senior securities* dibagi *total assets*).
- d. *Liquidity* (*Current Assets* dibagi dengan *Current Liabilities*).
- e. *Asset Size* (*total assets*).
- f. *Earning Variability* (*Standard Deviation* dari *Earning Price Ratio*).
- g. *Accounting Beta* (beta dari *Time series regression* dari *earning of the firm* dibanding *earning* rata-rata perekonomian, atau sering disebut *earnings beta*).

Dari penelitian, ditemukan adanya dukungan yang kuat yang menyatakan bahwa

manajemen perusahaan mempengaruhi dan mengontrol tingkat risiko sistematis dalam menentukan struktur aktiva dan hutang (Prasad et al., 1997a). Penelitian ini didukung oleh penelitian lain yang menyatakan adanya hubungan yang signifikan antara risiko sistematis dengan struktur modal (Eldomiaty, 2003).

Analisis Hubungan Antar Variabel.

Dari ringkasan journal diatas, terlihat adanya kesamaan dan perbedaan penelitian-penelitian sebelumnya dengan penelitian ini. Perbedaan yang paling mendasar terletak pada penelitian ini lebih menitikberatkan peranan risiko lingkungan (*environment risk*) dalam menyelesaikan masalah struktur modal dan pengaruhnya terhadap kinerja keuangan perusahaan dan nilai perusahaan. Penelitian terdahulu jarang meneliti hubungan variabel-variabel tersebut, apalagi untuk pasar modal Indonesia. Penelitian yang hampir sama dan menjadi dasar dari penelitian ini adalah penelitian yang dilakukan oleh (Chathoth, 2002) yang juga meneliti hubungan variabel risiko lingkungan dalam menyelesaikan masalah struktur modal dan pengaruhnya terhadap kinerja keuangan perusahaan. Kendati begitu, penelitian Chathoth juga berbeda dengan penelitian ini baik dari hubungan, variabel

maupun indikator seperti dijelaskan sebelumnya. Untuk lebih rinci melihat hubungan antar variabel yang pernah diteliti sebelumnya, bisa dipaparkan sebagai berikut :

Pengaruh *Environment risk* terhadap Struktur Modal.

Pengaruh ini sudah pernah diteliti oleh (Balakrishnan & Fox, 1993; Booth et al., 2000; Chathoth, 2002; L. H. Chen, Lensink, & Sterken, 1998b; Eldomiatty, 2003; Kochhar & Hitt, 1998; Lowe et al., 1994; Moh'd et al., 1998; Prasad et al., 1997a; Ratnawati, 2001; Sudarma, 2004; Tien Pao et al., 2003). Dari semua penelitian ini tidak ada satupun yang sama indikator baik dari variabel *environment risk* maupun struktur modal. Hanya penelitian yang dilakukan oleh Chathoth yang banyak digunakan indikator *environment risk* yaitu *business risk* dan *market risk*.

Pengaruh *Environment Risk* Terhadap Kinerja Keuangan.

Pengaruh ini pernah diteliti oleh (Chathoth, 2002; Hatfield, Cheng, & Davidson, 1994a; Indahwati, 2003; Setyaningsih, 1996). Penelitian yang dilakukan oleh Hatfield, Setyaningsih dan Indahwati hanya menggunakan indikator

business risk dan tidak menggunakan *financial risk* dan *market risk*. Sedangkan untuk variabel kinerja keuangan yang digunakan keempat penelitian sebelumnya ini tidak ada yang sama.

Pengaruh *Environment Risk* Terhadap Nilai Perusahaan.

Pengaruh ini pernah diteliti oleh (Chathoth, 2002; Eldomiaty, 2003; Indahwati, 2003; Ratnawati, 2001; Shin & Stulz, 2000b; Sudarma, 2004). Semua peneliti sebelumnya ini telah meneliti hubungan antara risiko bisnis dan risiko keuangan dengan nilai perusahaan. Sedangkan risiko pasar hanya Chathoth yang juga menelitinya. Peneliti yang menggunakan variabel nilai perusahaan yang sama dengan penelitian ini hanya oleh Ratnawati, Sudarma dan Indahwati.

Pengaruh Struktur Modal Terhadap Kinerja Keuangan.

Pengaruh ini pernah diteliti oleh (Bauer, 2004; Cekrezi, 2013; Chathoth, 2002; L. Chen, Jung, & Chen, 2011; Hossain & Ali, 2012; Indahwati, 2003; Khrawish & Khraiwesh, 2010; Safieddine & Titman, 1997; Sayilgan, Karabacak, & Kucukkocaoglu, 2006; Setyaningsih, 1996; Sugihen, 2003; Velnampy & Niresh, 2012; Yang et al., 2010). Semua peneliti sebelumnya ini

mempunyai indikator yang berbeda kecuali Sugihen yang mempunyai indikator yang sama untuk variabel kinerja keuangan.

Pengaruh Struktur Modal Terhadap Nilai Perusahaan.

Pengaruh ini pernah diteliti oleh (Ahmad, Fida, & Zakaria, 2013; Fama & French, 1998; Hatfield et al., 1994a; Hermuningsih, 2013a; Indahwati, 2003; Khan et al., 2013; Ratnawati, 2001; Shun-Yu Chen & Li-Ju, 2011; Sudarma, 2004; Sugihen, 2003; Taghavi et al., 2013; Yang et al., 2010). Penelitian yang dilakukan (Hatfield et al., 1994b; Olowoniyi & Ojenike, 2012; Rezaei & Habashi, 2012) menunjukkan tidak adanya pengaruh yang signifikan dari struktur modal terhadap nilai perusahaan. Sebaliknya pada penelitian Fama & French, Chathoth dan lainnya menunjukkan hal yang sebaliknya yaitu adanya struktur modal optimal yang akan berpengaruh secara signifikan terhadap nilai perusahaan. Pada penelitian di pasar modal Indonesia sendiri juga menunjukkan hal yang sama dimana pada penelitian Sugihen dan Indahwati menemukan bahwa struktur modal tidak mempengaruhi nilai perusahaan. Sementara pada penelitian lain yaitu Setyaningsih, Ratnawati dan Sudarma menemukan hal yang sebaliknya yaitu adanya

pengaruh yang signifikan dari struktur modal terhadap nilai perusahaan.

Pengaruh Kinerja Keuangan Terhadap Nilai Perusahaan.

Pengaruh ini pernah diteliti oleh (L. J. Chen & Chen, 2011; Hermuningsih, 2013a; Indahwati, 2003; Khan et al., 2013; Sudarma, 2004; Taghavi et al., 2013; Yang et al., 2010). Perbedaan dengan penelitian ini terletak pada indikator kinerja keuangan sedangkan nilai perusahaan sama.

Kesimpulan Teoritik.

Tujuan utama perusahaan adalah meningkatkan nilai perusahaan yang bisa diukur dengan harga pasar saham yang dibagi dengan nilai buku perlembar saham (Booth et al., 2000; L. H. Chen et al., 1998b; Fama & French, 1998; Indahwati, 2003; Modigliani & Miller, 1963; Ratnawati, 2001; Sudarma, 2004). Peningkatan nilai perusahaan tersebut bisa dilakukan dengan cara meningkatkan kemakmuran *shareholder*. Kemakmuran *shareholder* bisa diperoleh melalui peningkatan keuntungan yang akan dibagikan (dividen) dan peningkatan harga saham perusahaan (*capital gain*). Peningkatan harga saham hanya bisa diwujudkan dengan

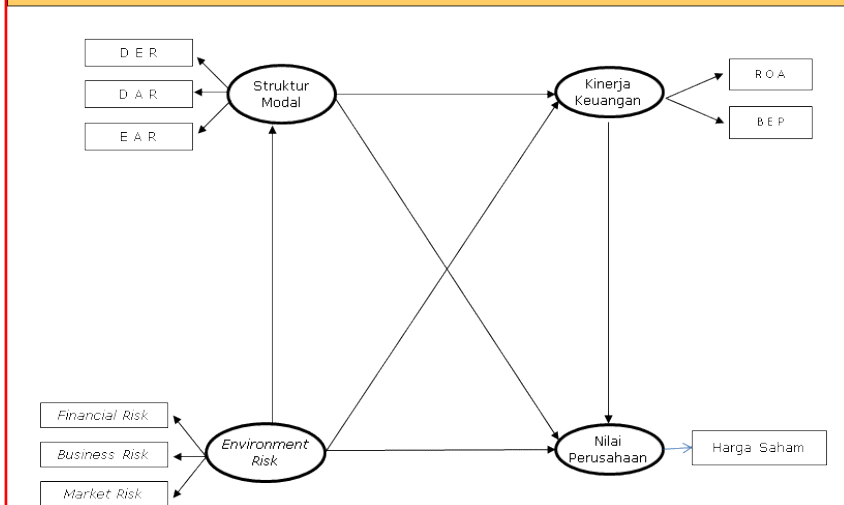
memaparkan gambaran prospek atau keuntungan lebih dimasa mendatang. Semua ini tercermin pada kinerja perusahaan yang lalu dan proyeksi kinerja dimasa yang akan datang. Kinerja keuangan perusahaan tersebut bisa diukur dengan menggunakan *Return on Assets* (ROA) dan *Basic Earning Power*(BEP) (Anderson, 2002; Antoniou et al., 2002a; Sidney L Barton & Gordon, 1998; Booth et al., 2000; Bunkanwanicha, Gupta, & Rokhim, 2008; Eldomiaty, 2003; Huang & Song, 2002a; Lowe et al., 1994; Setyaningsih, 1996; Sugihen, 2003; Tien Pao et al., 2003). Baik kinerja keuangan perusahaan maupun nilai perusahaan bisa dipengaruhi oleh banyak faktor.

Sejak dikeluarkannya teori Modigliani & Miller yang revolusioner tahun 1958 yang menyatakan tidak adanya struktur modal yang optimal sehingga kebijakan struktur modal tidak relevan dalam mempengaruhi nilai perusahaan. Sejak saat itu selalu terjadi perdebatan yang tiada henti-hentinya hingga saat ini. Sehingga teori struktur modal menjadi bahan penelitian yang menarik hingga saat ini. Modigliani & Miller sendiri sadar teori yang mereka kemukakan saat itu keliru karena asumsi yang dikenakan pada teori tersebut terlalu ketat. Pada tahun 1963 mereka melakukan revisi atas teori struktur modal mereka dengan menyebutkan kondisi struktur modal optimal bisa terwujud dengan

adanya pelanggaran asumsi yaitu adanya pajak, yang akan meningkatkan nilai perusahaan. Penelitian yang dilakukan (K. Chen, 2002; Hatfield et al., 1994a) menunjukkan tidak adanya pengaruh yang signifikan dari struktur modal terhadap nilai perusahaan. Sebaliknya pada penelitian (Antoniou, Guney, & Paudyal, 2002b; Chathoth, 2002; Fama & French, 1998; Fernandez, 2001) menunjukkan hal yang sebaliknya yaitu adanya struktur modal optimal yang akan berpengaruh secara signifikan terhadap nilai perusahaan. Pada penelitian di pasar modal Indonesia sendiri juga menunjukkan hal yang sama dimana pada penelitian (Indahwati, 2003; Sugihen, 2003) menemukan bahwa struktur modal tidak mempengaruhi nilai perusahaan. Sementara pada penelitian lain yaitu (Ratnawati, 2001; Setyaningsih, 1996; Sudarma, 2004) menemukan hal yang sebaliknya yaitu adanya pengaruh yang signifikan dari struktur modal terhadap nilai perusahaan. Pada penelitian ini berusaha untuk meneliti kembali apakah struktur modal yang optimal ada pada pasar modal di Indonesia. Apakah kebijakan struktur modal akan mempengaruhi nilai perusahaan di Indonesia.

Dari penjelasan diatas bisa dirancang kerangka pemikiran sebagai berikut :

Gambar 2.11.KERANGKA PEMIKIRAN



Sementara Hipotesis yang bisa dirancang adalah sebagai berikut :

1. Terdapat pengaruh *environment risk* terhadap struktur modal.
 - a. Terdapat pengaruh negatif indikator *financial risk* terhadap variabel struktur modal.
 - b. Terdapat pengaruh negatif indikator *business risk* terhadap variabel struktur modal.
 - c. Terdapat pengaruh positif indikator *market risk* terhadap variabel struktur modal.
2. Terdapat pengaruh variabel *environment risk* terhadap variabel kinerja keuangan.

- a. Terdapat pengaruh negatif indikator *business risk* terhadap variabel kinerja keuangan.
- b. Terdapat pengaruh positif indikator *market risk* terhadap variabel kinerja keuangan.
3. Terdapat pengaruh *environment risk* terhadap nilai perusahaan.
 - a. Terdapat pengaruh negatif indikator *financial risk* terhadap variabel nilai perusahaan.
 - b. Terdapat pengaruh negatif indikator *business risk* terhadap variabel nilai perusahaan.
 - c. Terdapat pengaruh positif indikator *market risk* terhadap variabel nilai perusahaan.
4. Terdapat pengaruh Struktur modal terhadap kinerja keuangan.
5. Terdapat pengaruh struktur modal terhadap nilai perusahaan
6. Terdapat pengaruh kinerja keuangan terhadap nilai perusahaan.

BAB III

PASAR MODAL DI INDONESIA

Pasar keuangan (*Financial Market*) adalah pasar yang memperdagangkan semua bentuk surat-surat berharga baik jangka panjang maupun jangka pendek pada *primary market* ataupun *secondary market*. *Money Market* (pasar uang) merupakan bagian dari pasar keuangan yang khusus memperdagangkan semua bentuk surat berharga untuk jangka pendek (*Short Term*). Sementara pasar modal (*capital market*) memperdagangkan semua bentuk hutang dan modal sendiri (saham) untuk jangka waktu lebih panjang (*long term*) (Fakhruddin & Hadianto, 2001).

Pasar modal dibentuk untuk alasan ekonomi dan keuangan dimana alasan ekonominya adalah untuk mempertemukan antara orang yang mempunyai uang (investor) dengan perusahaan memerlukan dana untuk melakukan proses produksi. Pertemuan ini diharapkan akan meningkatkan kemakmuran baik bagi pihak yang mempunyai dana maupun

pihak yang membutuhkan dana. Sementara alasan keuangan adalah pertemuan antara pihak yang mempunyai dana dan pihak yang membutuhkan dana ini akan membuat pihak yang mempunyai dana bebas untuk memilih bentuk investasi dan institusi yang diharapkan tanpa harus ikut serta memiliki secara langsung perusahaannya. Pihak yang mempunyai dana hanya akan menginvestasikan dananya pada perusahaan yang dianggap menguntungkan, dimana makin besar atau tinggi risiko yang akan dihadapi maka tingkat keuntungan yang diharapkan akan semakin tinggi pula. Jadi karena investor bebas melakukan investasi dimana saja dengan pertimbangan tingkat keuntungan dan risiko mengakibatkan terjadinya alokasi dana yang efisien yang selanjutnya akan membentuk pasar yang efisien.

Pasar modal di Indonesia sebenarnya sudah ada sebelum negara Indonesia lahir yaitu pada masa pemerintahan kolonial Belanda yang didirikan pada tanggal 14 Desember 1912 dengan nama *Vereniging Voor de Effectanhandel* di Jakarta. Mengingat perkembangannya yang cukup pesat, pemerintahan kolonial Belanda mulai mendirikan bursa efek di kota-kota lain seperti Surabaya pada tanggal 11 Januari 1925 dan Semarang pada tanggal 1 Agustus 1925.

Karena terjadinya gejolak politik di Eropa, maka pada tahun 1939 pemerintahan kolonial Belanda menutup bursa efek di Surabaya dan Semarang sehingga kegiatan bursa efek dipusatkan di Jakarta. Dengan terjadinya perang dunia II mengakibatkan perekonomian dunia menjadi stagnan, sehingga pemerintahan kolonial Belanda terpaksa menutup bursa efek di Jakarta pada tanggal 10 Mei 1940.

Setelah berdirinya negara Republik Indonesia, maka pada tanggal 1 September 1951 pemerintahan Republik Indonesia kembali membuka bursa efek di Jakarta melalui Undang-Undang darurat nomor 13 tentang Bursa. Undang-undang tersebut kemudian ditetapkan dengan Undang-undang nomor 15 tahun 1952. Namun perjalanan bursa efek di Indonesia kembali mengalami kendala sehingga pada tahun 1956 bursa efek di Indonesia kembali ditutup.

Bursa Efek Jakarta diaktifkan kembali tanggal 10 Agustus 1977 setelah sempat terhenti 20 tahun sejak 1956. Pasar modal di Indonesia yang dibentuk adalah Bursa Efek Jakarta (BEJ) dan Bursa Efek Surabaya (BES). Pada saat itu BEJ dikelola oleh BAPEPAM (Badan Pelaksana Pasar Modal) suatu badan yang bernaung dibawah Departemen Keuangan. Namun dengan desakan yang semakin kuat agar pasar modal di Indonesia bisa lebih profesional maka pada

tanggal 13 Juli 1992 pemerintah melakukan swastanisasi terhadap BEJ menjadi PT.Bursa Efek Jakarta.

Sejak diresmikan pasar modal Indonesia berkembang dengan pesat, saham yang di-*listing* semakin banyak hingga tahun 2011 jumlah emiten yang terdaftar sudah mencapai 440 dengan jumlah kapitalisasi pasar sebesar Rp.3.537.294.000.000.000 . Dengan semakin aktifnya transaksi saham di pasar modal, investor harus lebih selektif dalam memilih saham yang akan diinvestasikan. Analisa fundamental dan analisa risiko merupakan sebagian cara untuk melihat kinerja saham yang akan dibeli. Perkembangan pasar modal di Indonesia mulai marak sejak dikeluarkannya Pakto 88 pada tanggal 27 Oktober 1988 yang menjadi reformasi dibidang moneter untuk merangsang ekspor non-migas, meningkatkan efisiensi dari Bank komersial, membuat kebijaksanaan moneter lebih efektif, meningkatkan simpanan domestik dan meningkatkan pasar modal. Akibatnya sejak tahun 1988 terdapat peningkatan jumlah emiten secara signifikan. Hal ini terlihat dari perkembangan jumlah emiten dan kapitalisasi pasar pada Tabel 3.1.

Perkembangan Bursa Efek Jakarta mulai melambat pada masa krisis tahun 1997 dengan

kapitalisasi pasar menurun dari Rp.215.026,1 miliar pada tahun 1996 menjadi Rp.159.929,9 miliar. Mulai tahun 1998 pasar modal Indonesia mulai bergairah lagi dengan menunjukkan peningkatan jumlah kapitalisasi pasar yang sangat signifikan pada tahun 2011.

TABEL 3.1. : PERKEMBANGAN JUMLAH EMITEN DAN KAPITALISASI PASAR BURSA EFEK INDONESIA

Tahun	IHSG	Kapitalisasi Pasar		Perusahaan Tercatat	USD Rate
		Miliar Rupiah	Juta Saham		
1996	637,432	215.026	77.241	253	2.382
1997	401,712	159.930	135.669	282	4.650
1998	398,038	175.729	170.549	288	8.068
1999	676,919	451.815	846.131	277	7.100
2000	416,321	259.621	1.186.307	287	9.380
2001	392,036	239.259	885.241	316	10.345
2002	424,945	268.423	939.545	331	8.905
2003	691,895	460.366	829.360	333	8.447
2004	1.000,233	679.949	656.447	331	9.355
2005	1.162,635	801.253	712.985	336	9.840
2006	1.805,523	1.249.074	924.489	344	9.025
2007	2.745,826	1.988.326	1.128.174	383	9.419
2008	1.355,408	1.076.491	1.374.412	398	10.950
2009	2.534,356	2.019.375	1.465.655	398	9.433
2010	3.703,512	3.247.097	1.894.828	420	8.978
2011	3.821,992	3.537.294	2.198.133	440	9.068

Sumber : Bursa Efek Indonesia

Seperti dijelaskan diawal tulisan bahwa pasar modal banyak dijalankan oleh negara-negara karena pasar modal menjalankan dua fungsi sekaligus yaitu fungsi ekonomi dan fungsi keuangan. Dalam menjalankan fungsi ekonomi, pasar modal menjalankan fungsi sebagai sarana untuk memindahkan dana dari pihak yang memiliki kelebihan dana ke pihak yang memerlukan dana. Fungsi ini akan memberikan manfaat tidak hanya bagi pemilik dana maupun pihak yang memerlukan dana tersebut tetapi juga negara karena akan berjalannya perekonomian. Sementara fungsi keuangan yang dijalankan adalah menyediakan dana yang dibutuhkan bagi pihak yang membutuhkan dana. Dipihak lain juga akan menyediakan fasilitas investasi bagi pemilik dana tanpa harus terlibat langsung dalam kepemilikan aktiva riil.

Dari fungsi yang dijalankan diatas bisa diambil pengertian pasar modal merupakan perdagangan instrumen keuangan (sekuritas) jangka panjang, baik dalam bentuk modal sendiri (*stocks*) maupun hutang (*bonds*) baik yang diterbitkan oleh pemerintah (*public authorities*) maupun oleh perusahaan swasta (*private sectors*). Jadi pasar modal merupakan bagian dari pasar keuangan (*financial market*). Karena dalam *financial market* diperdagangkan semua bentuk hutang dan modal baik dana jangka

panjang maupun jangka pendek baik yang bersifat *negotiabel* maupun yang *non-negotiabel*.

Jika dibanding dengan pengertian bursa efek, maka bursa efek (*stock exchange*) yaitu pihak yang menyelenggarakan dan menyediakan sistem dan / atau sarana untuk mempertemukan penawaran jual dan beli efek kepada pihak-pihak lain dengan tujuan memperdagangkan efek diantara mereka. Dalam pengertian ini efek adalah surat berharga berupa surat pengakuan hutang, surat berharga komersial, saham, obligasi, tanda bukti hutang, unit penyertaan kontrak kolektif, kontrak berjangka atas efek dan setiap derivatif dari efek. Jadi pasar modal adalah sistem atau *software*-nya sedangkan bursa efek adalah *hardware* atau sarananya.

Perkembangan pasar modal Indonesia sangat menggembirakan belakangan ini, hal ini bisa terlihat pada perkembangan Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) yang menakjubkan seperti yang tergambar pada tabel berikut ini.

**TABEL 3.2 : PERKEMBANGAN INDEKS HARGA SAHAM
DI BURSA-BURSA REGIONAL DARI
TAHUN 1997 SAMPAI DENGAN TAHUN
2004.**

Tahun	Hanseng (Hongkong)		IHSG (Indonesia)		KLSE (Malaysia)		PSE (Philipina)	
	Indeks	Δ %	Indeks	Δ %	Indeks	Δ %	Indeks	Δ %
1997	10722,80	-	401,71	-	594,44	-	1869,23	-
1998	10048,58	-6,29	398,04	-0,91	586,13	-1,40	1968,78	5,33
1999	16962,10	68,80	676,92	70,06	812,33	38,59	2142,97	8,85
2000	15095,53	-11,00	416,32	-38,50	679,64	-16,33	1494,50	-
2001	11397,21	-24,50	392,04	-5,83	696,09	2,42	1168,08	30,26
2002	9321,29	-18,21	424,95	8,39	646,32	-7,15	1018,41	-
2003	12575,94	34,92	691,90	62,82	793,94	22,84	1442,37	21,84
2004	14230,14	13,15	1000,23	44,56	907,43	14,29	1822,83	-
								12,81
								41,63
								26,38
Tahun	Nikkei 225 (Japan)		S T I (Singapore)		S E T I (Thailand)		TWII (Taiwan)	
	Indeks	Δ %	Indeks	Δ %	Indeks	Δ %	Indeks	Δ %
1997	15259,00	-	1529,80	-	372,69	-	8187,27	-
1998	13842,17	-9,29	1392,73	-8,96	355,81	-4,53	6418,43	-
1999	18934,34	36,79	2479,58	78,04	481,92	35,44	8448,84	21,60
2000	13785,69	-27,19	1926,83	-22,29	269,19	-44,14	4743,94	31,63
2001	10542,62	-23,52	1623,60	-15,74	303,85	12,88	5551,24	-
2002	8578,95	-18,63	1341,03	-17,40	356,48	17,32	4452,45	43,85
2003	10676,64	24,45	1764,52	31,58	772,15	116,60	5890,69	17,02
								-

2004	11488,76	7,61	2066,14	17,09	668,10	-13,48	6139,69	19,79
								32,30
								4,23

Sumber : www.finance.yahoo.com , diolah.

Dari tabel diatas terlihat bahwa untuk tahun 2004 pertama kalinya indeks di Bursa Efek Jakarta menembus angka 1000 sehingga terjadi peningkatan 44,56% dibanding dengan tahun 2003 yaitu dari 691,90 pada tahun 2003 menjadi 1000,23 pada tahun 2004. padahal jika dilihat dari perkembangan bursa regional, selama tahun 2004 dibanding tahun 2003 tidak ada yang meningkat setinggi Bursa Efek Jakarta. Bahkan bursa Thailand (SETI) mengalami penurunan sebesar 13,48% dibanding tahun 2003 yaitu dari 772,15 tahun 2003 menjadi 668,10 pada tahun 2004. secara umum pemodal menganggap perkembangan politik dan keamanan Indonesia cukup baik sehingga mereka berani melakukan investasi di Indonesia. Hal ini terlihat dari proses pemilihan Presiden dan Wakil Presiden serta anggota Legislatif yang berlangsung dengan lancar. Disamping itu peningkatan rating kredit Indonesia oleh Fitch Rating terjadi peningkatan karena adanya perbaikan ekonomi dan berkurangnya *political risk* seiring proses pemilu yang berjalan dengan aman. Kedatangan pemodal ini membuat indeks bursa meningkat drastis. Namun kenaikan ini sedikit tertahan

akibat terjadinya kecenderungan kenaikan harga minyak dunia yang mencapai US\$55.67 (Bapepam, 2004).

Di Indonesia ada dua bursa yaitu Bursa Efek Jakarta (BEJ) dan Bursa Efek Surabaya (BES). Fungsi kedua bursa ini masih rancu hingga sekarang, sehingga tidak diketahui secara pasti apa perbedaan kedua bursa ini. Sedianya BEJ hanya menangani segmen emiten besar sementara itu BES menangani segmen emiten kecil. Dengan berjalannya waktu perbedaan ini semakin kabur terutama sejak BEJ membagi emiten menjadi dua papan yaitu papan utama (*main board*) dan papan pengembang (*development board*) dimana papan utama hanya untuk emiten besar dengan track record yang baik. sementara itu papan pengembang menangani emiten kecil dan untuk mengakomodir emiten-emiten yang belum bisa masuk papan utama tetapi masuk dalam kategori emiten yang berprospek. Disamping itu papan pengembang ini juga diperuntukkan bagi emiten yang restrukturisasi dan pemulihan performa. Artinya baik emiten besar maupun emiten kecil tetap ada pada BEJ sehingga tujuan semula untuk membagi segmen menjadi tidak jelas. Kemudian timbul ide untuk melakukan merger seperti trend perusahaan saat ini antara BEJ dan BES. Hal inipun banyak menimbulkan

masalah sehingga sampai sekarang tidak tahu sampai dimana kelanjutan rencana tersebut.

Berbicara mengenai indeks yang ada di Bursa Efek Jakarta, tidak hanya indeks Harga Saham Gabungan saja, tetap masih ada indeks-indeks lain yang terdapat di Bursa Efek Jakarta. Adapun indeks-indeks tersebut adalah sebagai berikut (www.jsx.co.id):

1. Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG), merupakan indeks yang menggambarkan pergerakan seluruh harga saham biasa dan saham preferen yang tercatat di Bursa Efek Jakarta. Indeks ini mulai diberlakukan pada tanggal 1 April 1983 dengan hari dasar perhitungan IHSG adalah tanggal 10 Agustus 1982. pada tanggal tersebut indeks ditetapkan dengan nilai dasar 100 dan saham yang tercatat pada saat itu ada 13 saham.
2. Indeks Sektoral, merupakan bagian dari IHSG. Semua emiten yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta dikategorikan kedalam sembilan sektor sebagai berikut :
 - a. Sektor Utama (Industri yang menghasilkan bahan baku) :
 - 1) Sektor 1. Pertanian.
 - 2) Sektor 2. Pertambangan.

b. Sektor Kedua (Industri pengolahan / manufaktur) :

- 1) Sektor 3. Industri Dasar dan Kimia.
- 2) Sektor 4. Aneka Industri.
- 3) Sektor 5. Industri Barang Konsumsi.

c. Sektor Ketiga (Jasa) :

- 1) Sektor 6. Properti dan Real Estate.
- 2) Sektor 7. Transportasi dan Infrastruktur.
- 3) Sektor 8. Keuangan.
- 4) Sektor 9. Perdagangan, Jasa dan Investasi.

Indeks sektoral diperkenalkan pada tanggal 2 Januari 1996 dengan nilai dasar 100 untuk setiap sektor dan menggunakan hari dasar 28 Desember 1995.

3. Indeks LQ-45, merupakan indeks yang diambil dari 45 saham yang dipilih berdasarkan beberapa kriteria sehingga saham-saham tersebut mempunyai likuiditas yang tinggi dan juga mempertimbangkan kapitalisasi pasar dari saham-saham tersebut. Adapun kriteria-kriteria pemilihan saham LQ-45 ini adalah sebagai berikut :

- a. Masuk dalam top 60 dalam transaksi saham di pasar reguler (rata-rata nilai transaksi selama 12 bulan terakhir).
- b. Masuk dalam rangking yang didasarkan pada nilai kapitalisasi pasar (rata-rata kapitalisasi pasar selama 12 bulan terakhir).
- c. Telah tercatat di Bursa Efek Jakarta sekurang-kurangnya 3 bulan.
- d. Kondisi keuangan perusahaan, prospek pertumbuhan perusahaan, frekuensi dan jumlah transaksi di pasar reguler.

Bursa Efek Jakarta akan selalu memantau perkembangan saham-saham yang masuk dalam LQ-45, jika ada saham yang tidak memenuhi kriteria akan dikeluarkan dari indeks dan diganti dengan saham lainnya. Proses evaluasi ini dilakukan selama 6 bulan sekali.

4. *Jakarta Islamic Index (JII)*, merupakan indeks yang dikeluarkan untuk investor yang menginginkan investasi yang sesuai dengan syariah Islam. Indeks ini dikeluarkan pada tanggal 3 Juli 2000 dan sebagai tahun dasar dihitung mundur menjadi 1 Januari 1995. Saham yang

masuk dalam indeks ini terdiri dari 30 saham yang diseleksi oleh Dewan Pengawas Syariah PT.Danareksa Investment Management dengan kriteria kegiatan utama emiten yang bertentangan dengan syariah Islam adalah sebagai berikut :

- a. Usaha perjudian dan permainan yang tergolong judi atau perdagangan yang dilarang.
- b. Usaha lembaga keuangan konvensional (ribawi) termasuk perbankan dan asuransi konvensional.
- c. Usaha yang memproduksi, mendistribusi serta memperdagangkan makanan dan minuman yang tergolong haram.
- d. Usaha yang memproduksi, mendistribusi dan / atau menyediakan barang-barang ataupun jasa yang merusak moral ataupun mudarat.

Untuk masuk dalam indeks ini dilakukan seleksi sebagai berikut :

- a. Memilih kumpulan saham dengan jenis usaha utama yang tidak bertentangan dengan prinsip Syariah dan sudah tercatat lebih dari 3 bulan

(kecuali termasuk dalam 10 kapitalisasi besar).

- b. Memilih saham berdasarkan laporan keuangan tahunan atau tengah tahunan terakhir yang memiliki rasio kewajiban terhadap aktiva maksimal sebesar 90%.
 - c. Memilih 60 saham dari susunan saham diatas berdasarkan urutan rata-rata kapitalisasi pasar terbesar selama satu tahun terakhir.
 - d. Memilih 30 saham dengan urutan berdasarkan tingkat likuiditas rata-rata nilai perdagangan reguler selama satu tahun terakhir.
5. Indeks Papan Utama (*Main board Index*) dan Indeks Papan Pengembang (*Development board index*). Mulai tanggal 13 Juli 2000 untuk mengembalikan kepercayaan publik kepada bursa melalui implementasi tata kelola yang baik (*Good Corporate Governance*), Bursa Efek Jakarta membagi saham-saham yang ada kedalam 2 kategori indeks yaitu Indeks papan utama dan indeks papan pengembang. Perusahaan besar dengan *track record* yang baik akan dimasukkan kedalam indeks papan utama sementara

perusahaan kecil lainnya dimasukkan kedalam indeks papan pengembang. Sebagai hari dasar perhitungan indeks ini digunakan tanggal 28 Desember 2001. Adapun kriteria yang digunakan untuk masuk kedalam indeks papan utama adalah sebagai berikut :

- a. Pernyataan pendaftaran disampaikan ke Bapepam.
- b. Masa berdiri (sejak disahkan oleh Menteri Kehakiman) minimal 3 tahun (36 bulan).
- c. Masa beroperasi dalam bidang usaha yang sama selama 3 tahun (36 bulan) berturut-turut.
- d. Laporan keuangan diaudit selama 3 tahun terakhir.
- e. Opini dari laporan keuangan harus wajar tanpa persyaratan untuk 2 tahun buku terakhir.
- f. Nilai aktiva bersih minimal Rp.100 milyar.
- g. Pendapatan operasional minimal membukukan laba selama 2 tahun terakhir.
- h. Laba sebelum pajak tahun terakhir minimal Rp.20 milyar.

- i. Akumulasi laba sebelum pajak minimal Rp.30 milyar untuk 2 tahun terakhir.
- j. Arus kas operasional harus positif.
- k. Kontribusi bisnis utama minimal 60% dari total pendapatan atau penjualan.
- l. Saham yang dimiliki oleh pemegang saham yang bukan merupakan pemegang saham pengendali (*minority shareholder*) minimal 100 juta saham atau 35% dari modal disetor.
- m. Jumlah pemegang saham sekurang-kurangnya 1000 pihak.
- n. Harga perdana / harga pasar untuk perusahaan yang juga tercatat di bursa lain sekurang-kurangnya 100 x harga fraksi (fraksi harga = 1% dari harga =Rp.5).

Sementara kriteria untuk masuk indeks papan pengembang adalah sebagai berikut:

- a. Pernyataan pendaftaran disampaikan ke Bapepam.
- b. Masa berdiri (sejak disahkan oleh Menteri Kehakiman) minimal 1 tahun (12 bulan).

- c. Masa beroperasi dalam bidang usaha yang sama selama 6 bulan berturut-turut.
- d. Laporan keuangan diaudit minimal 12 bulan terakhir.
- e. Opini dari laporan keuangan harus wajar tanpa persyaratan untuk 1 tahun buku terakhir.
- f. Nilai aktiva bersih minimal Rp.5 milyar.
- g. Pendapatan operasional bisa rugi.
- h. Saham yang dimiliki oleh pemegang saham yang bukan merupakan pemegang saham pengendali (*minority shareholder*) minimal 50 juta saham atau 35% dari modal disetor.
- i. Jumlah pemegang saham sekurang-kurangnya 500 pihak.
- j. Harga perdana / harga pasar untuk perusahaan yang juga tercatat di bursa lain sekurang-kurangnya 20 x harga fraksi (fraksi harga = 5% dari harga =Rp.5).
- k. Perjanjian penjaminan emisi dengan komitmen penuh.

kajian ini mengambil emiten-emiten yang ada berasal dari berbagai sektor yang ada di Bursa Efek, maka untuk menghindari adanya bias akibat penyatuan emiten dari sektor yang berbeda, dalam penelitian ini juga dilakukan analisa persektor dengan pengelompokan sebagai berikut :

TABEL3.3 : ANALISA PERSEKTOR PERUSAHAAN DI BURSA EFEK INDONESIA

NO	SEKTOR	JUMLAH ANGGOTA
1	Industri Dasar dan Kimia	26 Emten
2	Aneka Industri	26 Emiten
3	Industri Barang Konsumsi	21 Emiten
4	Properti & Real Estate dan Transportasi & Infrastruktur	22 Emiten
5	Perdagangan dan Jasa	26 Emiten
TOTAL		122 Emiten

BAB IV

STUDI EMPIRIK PADA PERUSAHAAN *GO PUBLIC* DI BURSA EFEK INDONESIA

Dalam pembahasan ini dibandingkan hasil dari sektor-sektor yang terbagi menjadi lima sektor yaitu sektor Industri Dasar dan Kimia, sektor Aneka Industri, sektor Industri Barang Konsumsi, sektor Property & Real Estate dan Transportasi & Infrastruktur serta sektor Perdagangan dan Jasa. Dari hasil perbandingan baik dari unggul. Sementara dalam pembahasan ini juga akan dibahas pengaruh antar variabel yang dibahas dalam hipotesis mayor dan pengaruh dari indikator dengan indikator dan variabel yang dibahas dalam hipotesis minor. Dengan pembahasan yang lebih komplrit ini diharapkan temuan empiris ini bisa mendapat penjelasan yang lebih realistis termasuk dari sisi landasan konseptual.

Pengaruh *Environment Risk* Terhadap Struktur Modal.

Pada bagian ini pengujian yang dilakukan bertujuan untuk mengetahui apakah dalam mengambil kebijakan struktur modal perusahaan selalu mempertimbangkan risiko.

Tabel 4.1 : Pengaruh Variabel *Environment Risk* Terhadap Variabel Struktur Modal.

Kelompok / Sektor	Korelasi	Estimasi	Prob.	Kesimpulan
Total Semua Sektor	-0.122	-0.116	0.005	Signifikan
Industri Dasar dan Kimia	0.387	0.448	Fix	Fix
Aneka Industri	-0.073	-0.500	0.018	Signifikan
Industri Barang Konsumsi	-0.156	-0.766	0.027	Signifikan
Property & Real Estate, dll	-0.125	-0.065	0.467	Tidak Signifikan
Perdagangan dan Jasa	-0.426	-0.422	Fix	Fix

Firm risk mempunyai pengaruh yang nyata dengan struktur modal. Perusahaan dengan *earning risk* yang tinggi akan menimbulkan risiko kebangkrutan (Ross, Westerfield, & Jordan, 2008; Titman & Wessels, 1988) dan karena nya perusahaan akan lebih konservatif dalam penggunaan hutang. Menurut (S. L. Barton & Gordon, 1987) perusahaan akan menggunakan hutang yang lebih sedikit sebagai pengimbang untuk perusahaan yang mempunyai *earning risk* yang rendah. Dengan begitu, jelas bahwa *environment risk* berpengaruh terhadap struktur modal.

Secara umum perusahaan-perusahaan yang ada di Indonesia mempunyai struktur hutang yang semakin kecil sementara risiko yang dihadapi terlihat semakin besar sehingga terlihat koefisien korelasi antara *environment risk* dengan struktur modal adalah negatif yaitu -12,2%. Hal ini juga terlihat perusahaan sektor aneka industri, industri barang konsumsi, property & real estate dan perdagangan & jasa. Sementara untuk sektor industri dasar dan kimia koefisien korelasi nya positif yaitu 38,7%. Hasil dari pengujian hipotesis untuk rata-rata perusahaan di Indonesia menunjukkan risiko yang dihadapi perusahaan berpengaruh secara nyata terhadap struktur modal perusahaan. Pengujian pada perusahaan sektor aneka industri, industri barang konsumsi dan

perdagangan & jasa juga menunjukkan hasil serupa yaitu adanya pengaruh yang nyata dari risiko terhadap struktur modal perusahaan. Sedangkan hasil pengujian pada perusahaan property dan real estate menunjukkan risiko perusahaan kurang nyata mempengaruhi struktur modal perusahaan. Dengan arah pengaruh yang negatif menunjukkan perusahaan yang ada di Indonesia lebih memilih cara konservatif yaitu peningkatan risiko diantisipasi dengan menurunkan struktur modal perusahaan. Cara ini digunakan baik bagi perusahaan sektor aneka industri, industri barang konsumsi, property & real estate dan perdagangan & jasa. Pengujian ini sesuai dengan hasil temuan (S. L. Barton & Gordon, 1987; Ross et al., 2008; Titman & Wessels, 1988).

Jika dilihat dari perusahaan menurut sektor, terlihat koefisien korelasi tertinggi terjadi pada sektor perdagangan dan jasa yang mencapai 42,6% diikuti sektor industri dasar dan kimia sebesar 38,7%, sektor industri barang konsumsi sebesar 15,6%, sektor property & real estate dan transportasi & infrastruktur sebesar 12,5% serta sektor aneka industri sebesar 7,3%. Tetapi hasil ini tidak mencerminkan hasil pengujian hipotesis, dimana semua sektor kecuali sektor property & real estate dan transportasi & infrastruktur menunjukkan adanya pengaruh yang nyata dari *environment risk*

terhadap struktur modal perusahaan. Sektor property & real estate dan transportasi & infrastruktur yang korelasinya lebih tinggi dibanding sektor aneka industri menunjukkan pengaruh risiko kurang meyakinkan terhadap struktur modal. Arah koefisien path dari semua sektor menunjukkan hasil yang sama yaitu negatif kecuali sektor industri dasar dan kimia. Sektor aneka industri, sektor industri barang konsumsi, sektor property & real estate dan transportasi & infrastruktur dan sektor perdagangan dan jasa menunjukkan perilaku perusahaannya lebih konservatif yaitu menurunkan struktur hutang untuk mengantisipasi risiko yang tinggi. Sebaliknya perilaku perusahaan pada sektor industri dasar dan kimia menunjukkan walaupun terjadi penurunan risiko yang dihadapi perusahaan, namun kebijakan perusahaan tetap menurunkan struktur modal. Artinya perusahaan sudah memilih kebijakan menurunkan struktur modal akibat adanya peningkatan *equity* dan aset yang cukup signifikan (lihat peningkatan rasio *assets growth* dan *Equity to assets ratio*) akibat adanya perbaikan kinerja perusahaan sementara peningkatan hutang tidak terlalu signifikan. Penurunan kebijakan struktur modal ini tetap dilanjutkan oleh perusahaan kendati risiko menurun. Artinya semua perusahaan di Indonesia melakukan penurunan kebijakan

struktur modal, hanya risiko yang dihadapi setiap sektor saja yang berbeda. Perbedaan risiko yang dihadapi inilah yang menyebabkan perbedaan arah pengaruh dari sektor industri dasar dan kimia.

Indikator *Financial Risk* berpengaruh Negatif terhadap variabel struktur modal.

Indikator pertama dari *environment risk* adalah *financial risk* atau risiko keuangan. Seperti yang pernah dijelaskan sebelumnya menurut (Brigham & Houston, 2013) "*financial risk is the additional risk placed on the common stockholders as a result of the decision to finance with debt.*". Ini berarti *financial risk* baru terjadi jika perusahaan menggunakan hutang, sebaliknya jika perusahaan tidak menggunakan hutang, *financial risk* tidak akan terjadi. Risiko keuangan merupakan risiko yang timbul akibat *cost of debt*. Semakin tinggi *cost of debt* yang akan ditanggung perusahaan, akan membuat perusahaan berusaha menurunkannya dengan mengurangi hutang dalam struktur modal. Itu sebabnya arah pengaruh dari hipotesis ini adalah negatif. Hasil temuan secara empiris disajikan pada tabel berikut ini :

Tabel 4.2 : Pengaruh Indikator *Financial Risk* Terhadap Variabel Struktur Modal.

Kelompok / Sektor	Hipotesis	Korelasi	Estimasi	Prob	Kesimpulan
Total Semua Sektor	-	-0.011	- 0.008	0.813	Tidak Signifikan
Industri Dasar dan Kimia	-	-0.051	- 0.018	0.881	Tidak Signifikan
Aneka Industri	-	0.011	- 0.039	0.624	Tidak Signifikan
Industri Barang Konsumsi	-	0.038	0.034	0.649	Tidak Signifikan
Property & Real Estate, dll	-	0.067	0.077	0.372	Tidak Signifikan
Perdagangan dan Jasa	-	0.073	0.048	0.537	Tidak Signifikan

Dengan melihat koefisien korelasi dari semua sektor yang ada pada Tabel 4.2 terlihat tidak adanya korelasi yang melebihi 10%. Koefisien korelasi terbesar hanya sebesar 7,3% pada sektor perdagangan dan jasa sementara koefisien korelasi terkecil sebesar 1,1% terjadi pada sektor aneka industri. Koefisien korelasi yang kecil ini mengindikasikan hubungan antara

risiko keuangan dengan struktur modal sangat lemah, bahkan untuk sektor aneka industri yang mencerminkan rata-rata seluruh perusahaan di Indonesia juga menunjukkan korelasi yang hampir tidak ada yaitu 1,1%.

Hasil korelasi diatas juga tercermin pada pengujian hipotesis dimana hasilnya menunjukkan tidak adanya pengaruh yang nyata dari semua sektor yang ada untuk risiko keuangan terhadap struktur modal. Artinya walaupun risiko secara keseluruhan (variabel *environment risk*) menunjukkan adanya pengaruh yang nyata terhadap struktur modal, namun struktur modal ternyata tidak dipengaruhi oleh risiko keuangan. Dengan kata lain dalam mempertimbangkan kebijakan struktur modal, perusahaan kurang mempertimbangkan risiko keuangan. Atau bisadikatakan kreditur kurang mempertimbangkan risiko keuangan dalam memberikan pinjaman.

Secara umum perusahaan di Indonesia setuju untuk mengurangi hutang jika risiko keuangan meningkat yang ditunjukkan dengan arah koefisien path negatif ini sesuai dengan hasil temuan (Milton & Raviv, 1991b) dan paling sesuai dengan penemuan Sudarma (2004) yang juga menemukan arah negatif dan tidak signifikan. Sikap ini juga terjadi pada perusahaan sektor industri dasar dan kimia, sebaliknya untuk

perusahaan aneka industri, industri barang konsumsi, properti & real estate serta perdagangan dan jasa terjadi arah pengaruh positif. Arah pengaruh positif ini sesuai dengan hasil temuan (Moh'd et al., 1998; Ratnawati, 2001). Disini berarti penurunan hutang dalam struktur modal tetap berlanjut kendati terjadi penurunan risiko keuangan, sehingga timbul arah pengaruh positif.

Indikator *Business Risk* Berpengaruh Negatif Terhadap Variabel Struktur Modal.

Business risk yang tinggi akan menurunkan posisi hutang. Karena perusahaan yang memiliki *business risk* yang tinggi akan mempunyai *covariance cash flow* dan rata-rata *market* yang tinggi. Hasilnya perusahaan akan mencoba menurunkan posisi hutang. Jika *business risk* meningkat akan mengakibatkan risiko kebangkrutan juga meningkat. Oleh sebab itu perusahaan akan lebih konservatif dalam menggunakan hutang. Oleh sebab itu Hipotesis ini negatif sesuai dengan temuan (Sidney L Barton & Gordon, 1998; Booth et al., 2000; Bradley, Jarrell, & Kim, 1984; L. H. Chen et al., 1998b; Elashker & Wattanasuwannee, 2000; Friend & Lang, 1988; Levine, Beck, & Kunt, 1999; Moh'd et al., 1998; Prasad, Bruton, & Merikas, 1997b; Tien Pao et al., 2003; Titman &

Wessels, 1988; Wald, 1999). Sebaliknya penelitian yang dilakukan oleh (J. J. Chen, 2003; Hsia, 1981; Huang & Song, 2002a) menemukan perusahaan di China yang mempunyai struktur modal tinggi cenderung melakukan investasi pada investasi yang berisiko tinggi, akibatnya hubungan antara risiko bisnis dengan struktur modal adalah positif. Penelitian yang dilakukan (Indahwati, 2003) juga menemukan kebijakan struktur modal dipengaruhi secara signifikan positif oleh risiko bisnis pada kondisi normal.

Koefisien korelasi antara risiko bisnis dengan struktur modal untuk perusahaan di Indonesia secara umum menunjukkan 7,8%, artinya hubungannya sangat lemah. Begitu juga hubungan pada sektor-sektor yang ada juga menunjukkan hubungan yang lemah untuk sektor industri barang konsumsi sedangkan sektor lainnya menunjukkan hubungan yang relatif kuat. Dari hasil pengujian hipotesis ternyata semua sektor menghasilkan pengaruh yang meyakinkan antara risiko bisnis terhadap struktur modal.

Tabel 4.3 : Pengaruh Indikator *Business Risk* Terhadap Variabel Struktur Modal.

Kelompok / Sektor	Hipotesis	Korelasi	Estimasi	Prob	Kesimpulan
Total Semua Sektor	-	0.078	-0.073	0.043	Signifikan
Industri Dasar dan Kimia	-	- 0.260	-0.301	Fix	Fix
Aneka Industri	-	- 0.286	-0.245	0.005	Signifikan
Industri Barang Konsumsi	-	0.028	0.176	0.044	Signifikan
Property & Real Estate, dll	-	0.178	0.174	0.045	Signifikan
Perdagangan dan Jasa	-	0.383	0.416	Fix	Fix

Arah koefisien path yang dihasilkan baik untuk perusahaan sektor industri dasar dan kimia serta sektor aneka industri menunjukkan arah negatif. Artinya peningkatan risiko bisnis yang akan meningkatkan risiko kebangkrutan diantisipasi oleh perusahaan dengan menurunkan hutang. sebaliknya penurunan risiko bisnis akan menaikkan hutang perusahaan. Dalam kasus ini penurunan hutang yang fluktuatif justru lebih tidak konsisten dibanding dengan penurunan risiko bisnis yang lebih

konsisten sehingga arah pengaruh dan hubungannya terlihat negatif karena penurunan hutang perusahaan yang fluktuatif masih mengandung kenaikan untuk tahun-tahun tertentu. Ini sesuai dengan temuan (Sidney L Barton & Gordon, 1987; Booth et al., 2000; Bradley et al., 1984; L. H. Chen, Lensink, & Sterken, 1998a; Elashker & Wattanasuwanee, 2000; Friend & Lang, 1988; Levine et al., 1999; Moh'd et al., 1998; Prasad et al., 1997b; Tien Pao et al., 2003; Titman & Wessels, n.d.; Wald, 1999).

Sebaliknya sektor industri barang konsumsi, sektor property & real estate dan transportasi & infrastruktur serta sektor perdagangan dan jasa menunjukkan arah pengaruh positif. Tetapi disini menunjukkan penurunan risiko bisnis juga diikuti dengan penurunan hutang dalam struktur modal. Kendati hasil arah pengaruhnya sama dengan penelitian (J. J. Chen, 2003; Hsia, 1981; Huang & Song, 2002a), namun perusahaan di Indonesia tidak melakukan investasi pada investasi yang berisiko tinggi dengan hutang. Peningkatan risiko bisnis juga akan membuat kreditur menjadi takut untuk memberikan pinjaman. Untuk mengantisipasi hal tersebut perlu dilakukan investasi pada *liquid assets* untuk mengurangi risiko bisnis sesuai dengan teori *asymmetric information* dan didukung *pecking order theory* dari (Myers,

1984a). Artinya perusahaan di Indonesia lebih konservatif dalam berhutang dan investasi dibanding perusahaan di China.

Indikator *Market Risk* Berpengaruh Positif Terhadap Variabel Struktur Modal.

Menurut Hamada (1972) pemakaian hutang akan mengakibatkan investor meminta penambahan *risk premium*. Akibatnya perusahaan yang menggunakan hutang dan perusahaan yang tidak menggunakan hutang dianggap sama dan tergantung pada besarnya pajak dan besarnya hutang perusahaan. Semakin besar pajak akan mengakibatkan semakin kecil *risk premium* yang diminta (sesuai dengan teori *MM with Tax*). Tetapi jika jumlah hutang yang semakin besar akan mengakibatkan semakin besarnya *risk premium* yang ditagih. Risiko yang dihadapi oleh investor untuk menuntut tambahan *risk premium* ini menurut Hamada adalah risiko pasar. Jadi hubungan risiko pasar dengan struktur modal dihipotesiskan positif.

Dari hasil analisa korelasi terlihat secara umum perusahaan di Indonesia menganggap adanya hubungan antara risiko pasar dengan struktur modal dengan korelasi sebesar 12,8%. Hasil yang diperoleh dari analisa korelasi ini juga sesuai dengan hasil pengujian hipotesis yang

mendapatkan hasil risiko pasar mempunyai pengaruh yang sangat meyakinkan terhadap struktur modal perusahaan baik untuk perusahaan secara umum. Hasil yang diperoleh juga sesuai dengan hipotesis dan pendapat dari Hamada (1972), hanya saja kecenderungan dari data empiris disini menunjukkan penurunan risiko pasar diikuti oleh penurunan struktur modal perusahaan.

Tabel 4.4 : Pengaruh Indikator *Market Risk* Terhadap Variabel Struktur Modal.

Kelompok / Sektor	Hipotesis	Korelasi	Estimasi	Prob	Kesimpulan
Total Semua Sektor	+	0.128	0.136	Fix	Fix
Industri Dasar dan Kimia	+	0.069	0.015	0.827	Tidak Signifikan
Aneka Industri	+	0.152	0.149	0.074	Signifikan
Industri Barang Konsumsi	+	0.398	0.447	Fix	Fix
Property & Real Estate, dll	+	0.069	0.072	0.395	Tidak Signifikan
Perdagangan dan Jasa	+	0.087	-0.008	0.922	Tidak Signifikan

Temuan diatas juga sesuai dengan temuan pada sektor-sektor yang ada. Hubungan yang paling meyakinkan terjadi pada sektor industri barang konsumsi yaitu sebesar 39,8% diikuti oleh sektor aneka industri. Sedangkan tiga sektor lainnya menunjukkan koefisien korelasi kurang dari 10%. Hal ini terbukti dari hasil pengujian hipotesis yang hanya sektor aneka industri dan sektor industri barang konsumsi saja yang menganggap risiko pasar berpengaruh secara meyakinkan terhadap struktur modal. Sedangkan sektor industri dasar dan kimia, sektor property & real estate dan transportasi & infrastruktur serta sektor perdagangan dan jasa tidak menunjukkan adanya pengaruh yang meyakinkan dari risiko pasar terhadap struktur modal.

Dari arah pengaruh yang terlihat hanya sektor perdagangan dan jasa saja yang mempunyai arah negatif. Artinya penurunan risiko pasar diikuti dengan kenaikan hutang dalam struktur modal. Kenaikan hutang pada sektor perdagangan dan jasa ini sebenarnya hanya terjadi pada tahun 2001 ke 2002 sedangkan tahun-tahun lainnya terjadi penurunan yang cukup besar. Itu sebabnya walaupun arah pengaruhnya negatif, tetapi arah hubungan yang terjadi adalah tetap positif.

Pengaruh Variabel *Environment Risk* Terhadap Variabel Kinerja Keuangan.

Salah satu risiko yang akan dihadapi perusahaan adalah risiko bisnis. Menurut (Veliyath, 1996) semakin tinggi *business risk* akan menurunkan *performance* perusahaan. Begitu juga pendapat (Levine et al., 1999) yang menyatakan peningkatan risiko pasar akan membuat investor menagih imbalan yang lebih tinggi. Bagi perusahaan peningkatan imbalan sama artinya harus mencari return yang lebih tinggi agar bisa memenuhi *risk premium* untuk menurunkan risiko. Hasil pengujian terhadap variabel *environment risk* dan kinerja keuangan ini disajikan dalam Tabel 4.5.

Hubungan antara risiko dengan kinerja keuangan di perusahaan-perusahaan di Indonesia secara umum hanya 1,1%. Rata-rata perusahaan di Indonesia juga tidak menunjukkan pengaruh yang meyakinkan dari risiko yang dihadapi perusahaan terhadap kinerja keuangan perusahaan.

Tabel 4.5 : Pengaruh Variabel *Environment Risk* Terhadap Variabel Kinerja Keuangan.

Kelompok / Sektor	Korelasi	Estimasi	Prob.	Kesimpulan
Total Semua Sektor	-0.011	0.130	0.767	Tidak Signifikan
Industri Dasar dan Kimia	-0.097	0.794	0.774	Tidak Signifikan
Aneka Industri	0.118	-0.099	0.464	Tidak Signifikan
Industri Barang Konsumsi	0.109	-0.043	0.983	Tidak Signifikan
Property & Real Estate, dll	0.095	0.465	0.070	Signifikan
Perdagangan dan Jasa	-0.330	-0.789	0.464	Tidak Signifikan

Hubungan antara risiko perusahaan dengan kinerja keuangan pada sektor-sektor yang ada paling erat terdapat pada sektor perdagangan dan jasa yang mempunyai koefisien korelasi 33% dan terendah terjadi pada sektor industri dasar dan kimia dengan koefisien korelasi 9,7%. Namun dari hasil pengujian hipotesis ternyata hanya sektor property & real estate dan transportasi & infrastruktur saja yang

mempunyai pengaruh meyakinkan dari risiko yang dihadapi perusahaan terhadap kinerja keuangan. Sedangkan sektor lainnya tidak menunjukkan adanya pengaruh yang nyata.

Indikator *Business Risk* Berpengaruh Negatif Terhadap Variabel Kinerja Keuangan.

Tabel 4.6 : Pengaruh Indikator *Business Risk* Terhadap Variabel Kinerja Keuangan.

Kelompok / Sektor	Hipo tesis	Korela si	Estima si	Prob	Kesim pulan
Total Semua Sektor	-	0.014	-0.019	0.649	Tidak Signifi kan
Industri Dasar dan Kimia	-	-0.160	-0.437	Fix	Fix
Aneka Industri	-	-0.314	-0.293	0.013	Signif ikan
Industri Barang Konsumsi	-	0.438	0.133	0.022	Signif ikan
Property & Real Estate, dll	-	0.428	0.363	0.012	Signif ikan
Perdagangan dan Jasa	-	-0.554	-0.574	Fix	Signif ikan

Pengaruh negatif dari risiko bisnis terhadap kinerja keuangan ini sesuai dengan hasil penelitian (Veliyath, 1996) yang menemukan risiko bisnis yang tinggi akan menurunkan performance perusahaan.

Dari Tabel 4.6 terlihat kinerja keuangan Perusahaan sektor industri barang konsumsi dan property & real estate atas berhubungan lebih erat dibanding dengan total semua sektor. Hasil pengujian hipotesisnya juga menunjukkan pengaruh risiko bisnis terhadap kinerja keuangan pada perusahaan sektor industri barang konsumsi dan property & real estate lebih meyakinkan, sedangkan pada perusahaan total semua sektor menunjukan hasil pengaruh yang tidak meyakinkan. Arah pengaruh yang dihasilkan pada perusahaan sektor industri barang konsumsi dan property & real estate atas adalah positif. Hasil ini bertolak belakang dengan hasil yang diperoleh oleh Veliyath (1996). Hasil penemuan Veliyath, jika terjadi kenaikan risiko bisnis, kinerja keuangan perusahaan cenderung menurun. Dari hasil yang diperoleh pada perusahaan sektor industri barang konsumsi dan property & real estate menunjukkan penurunan risiko bisnis justru diikuti dengan penurunan kinerja keuangan. Laba operasi perusahaan (*Earning before interest and tax / EBIT*) maupun laba bersih mengalami kenaikan, namun kenaikan ini tidak secepat kenaikan

pertumbuhan dari aktiva perusahaan, sehingga rasio kinerja keuangan perusahaan menjadi menurun. Artinya jika terjadi kenaikan risiko bisnis maka kinerja keuangan perusahaan akan meningkat. Kenyataan ini tidak terjadi pada perusahaan semua perusahaan secara umum. Arah pengaruh pada perusahaan secara umum sama dengan hipotesis dengan arah negatif.

Jika melihat hasil dari sektor-sektor lainnya, ternyata semua sektor menunjukkan risiko bisnis perusahaan pada masing-masing sektor berpengaruh secara meyakinkan terhadap kinerja keuangan. Hanya sektor industri dasar dan kimia, sektor aneka industri dan sektor perdagangan dan jasa saja yang arah pengaruhnya sama dengan hipotesis dan temuan Veliyath (1996).

Indikator *Market Risk* Berpengaruh Positif Terhadap Variabel Kinerja Keuangan.

Menurut Oxelheim & Wihlborg (1997) dalam (Chathoth, 2002) menyatakan risiko pasar merupakan ketidakpastian nilai pasar dari saham di pasar. Dengan peningkatan risiko pasar akan membuat investor menagih imbalan yang lebih tinggi (Levine et al., 1999). Bagi perusahaan peningkatan imbalan sama artinya harus mencari

return yang lebih tinggi. ini hanya bisa dilakukan dengan meningkatkan kinerja keuangan perusahaan. Oleh sebab itu arah pengaruh hipotesis adalah positif. Adapun hasil pengujian hipotesis adalah sebagai berikut :

Tabel 4.7 : Pengaruh Indikator *Market Risk* Terhadap Variabel Kinerja Keuangan.

Kelompok / Sektor	Hipotesis	Korelasi	Estimasi	Prob	Kesimpulan
Total Semua Sektor	+	0.032	0.068	0.134	Tidak Signifikan
Industri Dasar dan Kimia	+	-0.087	-0.036	0.804	Tidak Signifikan
Aneka Industri	+	0.079	0.053	0.538	Tidak Signifikan
Industri Barang Konsumsi	+	-0.249	-0.016	0.822	Tidak Signifikan
Property & Real Estate, dll	+	0.206	0.135	0.215	Tidak Signifikan
Perdagangan dan Jasa	+	-0.113	0.025	0.603	Tidak Signifikan

Dari hasil analisa korelasi dari perusahaan secara umum menunjukkan koefisien korelasi yang sangat lemah, yaitu hanya 3,2%. Jika dilihat dari koefisien korelasi setiap sektor, hanya sektor industri barang konsumsi dan sektor

property & real estate yang bisa meraih koefisien korelasi lebih dari 20%. namun hasil pengujian hipotesis tetap tidak ada satu sektor-pun menghasilkan pengaruh yang signifikan dari risiko pasar terhadap kinerja keuangan perusahaan. Sementara arah pengaruh dari risiko pasar terhadap kinerja keuangan yang sesuai dengan hipotesis (positif) hanya pada sektor aneka industri, sektor property & real estate dan transportasi & infrastruktur serta sektor perdagangan dan jasa. Hal ini menunjukkan kendati *revenue* perusahaan sangat bagus atau pemanfaatan aktiva secara optimal dengan ditandai peningkatan produktivitas aktiva, namun kinerja keuangan yang diwakili oleh EBIT dan *net income* malah menunjukkan penurunan dibanding aktiva. Penurunan ini juga mengikuti penurunan risiko pasar.

Sedangkan sektor industri dasar dan kimia serta sektor industri barang konsumsi menghasilkan arah pengaruh negatif yang tidak sesuai dengan hipotesis. Ini disebabkan karena adanya peningkatan risiko pasar yang cukup tinggi pada tahun 2003 sedangkan kinerja keuangan sendiri turun pada tahun yang sama. Namun secara rata-rata semua perusahaan tetap menunjukkan arah pengaruh positif yang sesuai dengan hipotesis. Hasil ini bermakna perubahan-

perubahan pada kondisi pasar, tidak mempengaruhi kinerja keuangan perusahaan.

Pengaruh *Environment Risk* Terhadap Nilai Perusahaan.

Peningkatan risiko baik berupa kenaikan akibat adanya penambahan hutang atau akibat operasional perusahaan maupun akibat gejala yang terjadi di pasar akan mempengaruhi persepsi investor yang akhirnya juga akan mempengaruhi harga saham dan nilai perusahaan. Nilai perusahaan yang diperoleh dari harga pasar saham dibagi dengan nilai buku saham, mencerminkan persepsi dari investor dan pasar.

Tabel 4.8 : Pengaruh Variabel *Environment Risk* Terhadap Variabel Nilai Perusahaan.

Kelompok / Sektor	Korelasi	Estimasi	Prob.	Kesimpulan
Total Semua Sektor	0.186	0.658	0.003	Signifikan
Industri Dasar dan Kimia	0.487	-0.579	Fix	Fix
Aneka Industri	0.515	0.355	0.550	Tidak Signifikan

Industri Barang Konsumsi	0.829	-1.030	0.098	Signifikan
Property & Real Estate, dll	0.371	-0.585	0.260	Tidak Signifikan
Perdagangan dan Jasa	0.228	0.326	0.049	Signifikan

Koefisien korelasi antara risiko perusahaan dengan nilai perusahaan untuk pada semua sektor menunjukkan korelasi yang cukup kuat. Koefisien korelasi yang paling tinggi ada pada sektor industri barang konsumsi. Jika dilihat dari sektor yang ada terlihat hanya sektor industri dasar dan kimia, sektor industri barang konsumsi dan sektor perdagangan dan jasa saja yang menemukan adanya pengaruh yang nyata dari risiko perusahaan terhadap nilai perusahaan. Sedangkan sektor aneka industri dan sektor property & real estate dan transportasi & infrastruktur tidak menemukan adanya pengaruh yang nyata. Namun secara umum perusahaan-perusahaan yang ada di Indonesia yakin risiko perusahaan akan mempengaruhi nilai perusahaan. Ini sesuai dengan temuan (Antoniou, Guney, & Paudyal, 2002c; Chathoth, 2002; Fama & French, 1998; Indahwati, 2003; Jensen & Meckling, 1976b; Levine et al., 1999; Myers & Majluf, 1984; Myers, 1976, 1984a; Sugihen, 2003).

Indikator *Financial Risk* Berpengaruh Negatif Terhadap Variabel Nilai Perusahaan.

Meningkatnya risiko keuangan mencerminkan adanya peningkatan hutang perusahaan. Peningkatan hutang yang tinggi merupakan berita buruk bagi investor, sehingga akan di-respon dengan menurunnya harga saham dan nilai perusahaan. Itu sebabnya arah pengaruh hipotesis adalah negatif. Ini sesuai dengan hasil temuan (Antoniou et al., 2002c; Chathoth, 2002; Fama & French, 1998; Indahwati, 2003; Jensen & Meckling, 1976b; Levine et al., 1999; Myers & Majluf, 1984; Myers, 1976, 1984a; Sugihen, 2003). Hasil uji hipotesis ini bisa dijabarkan pada Tabel 4.9.

Koefisien korelasi risiko keuangan dengan nilai perusahaan pada perusahaan sektor industri dasar dan kimia, sektor aneka industri, sektor industri barang konsumsi dan sektor property & real estate termasuk semua perusahaan di Indonesia secara umum tidak mencapai 5%. Hasil pengujian hipotesis menunjukkan hanya perusahaan sektor perdagangan dan jasa saja yang mengakui adanya pengaruh dari risiko keuangan terhadap nilai perusahaan. Sedangkan perusahaan sektor lainnya tidak menemukan adanya pengaruh yang nyata. Begitu juga semua perusahaan secara umum juga tidak menemukan

adanya pengaruh yang nyata dari risiko keuangan terhadap nilai perusahaan.

Tabel 4.9 : Pengaruh Indikator *Financial Risk* Terhadap Variabel Nilai Perusahaan.

Kelompok / Sektor	Hipo tesis	Korelasi	Estimasi	Prob	Kesimpulan
Total Semua Sektor	-	0.014	0.009	0.492	Tidak Signifikan
Industri Dasar dan Kimia	-	0.039	0.024	0.451	Tidak Signifikan
Aneka Industri	-	-0.027	0.009	0.838	Tidak Signifikan
Industri Barang Konsumsi	-	-0.017	0.007	0.763	Tidak Signifikan
Property & Real Estate, dll	-	0.022	0.016	0.189	Tidak Signifikan
Perdagangan dan Jasa	-	0.148	0.059	0.021	Signifikan

Arah koefisien path yang dihasilkan untuk perusahaan sektor industri dasar dan kimia, sektor property & real estate serta sektor perdagangan dan jasa menunjukkan arah positif yang berlawanan dengan arah pengaruh hipotesis. Hal ini menunjukkan investor tidak akan menerima sinyal negatif atas meningkatnya

risiko keuangan sesuai dengan penelitian (Antoniou et al., 2002c; Chathoth, 2002; Fama & French, 1998; Indahwati, 2003; Jensen & Meckling, 1976b; Levine et al., 1999; Myers & Majluf, 1984; Myers, 1976, 1984a; Sugihen, 2003). Tetapi investor justru menerima dengan sikap positif yang menganggap peningkatan risiko keuangan sebagai akibat dari peningkatan hutang. Peningkatan hutang disikapi dengan reaksi positif, mengingat penambahan hutang dianggap akan memberikan tambahan keuntungan bagi investor sehingga nilai perusahaan meningkat. Sikap ini sesuai dengan teori *free cash flow* (Jensen, 1986b) dan teori *signaling* dari (Ross, 1977b), dimana investor memaksa manajemen untuk berhutang agar perusahaan bisa lebih produktif. Dengan adanya peningkatan hutang, berarti akan adanya peningkatan kinerja sehingga nilai perusahaan meningkat.

Dengan melihat hasil yang diperoleh pada semua sektor, ternyata hanya sektor perdagangan dan jasa saja yang mengakui adanya pengaruh yang nyata dari risiko keuangan terhadap nilai perusahaan. Sedangkan sektor lainnya tidak menunjukkan adanya pengaruh yang nyata. Tetapi hasil pengujian arah pengaruh, ternyata semua sektor sepekat risiko keuangan mempunyai arah pengaruh positif terhadap nilai perusahaan kendati banyak

sektor yang tidak nyata pengaruhnya. Hal ini juga berarti perusahaan pada sektor-sektor yang ada tidak ada yang setuju jika peningkatan risiko keuangan yang merefleksikan adanya penambahan beban hutang akan memberikan signal negatif kepada pemegang saham seperti teori *Pecking order theory* dari Myers (1984). Kenyataan ini justru mendukung teori *Signaling* dari Ross (1977) dan *free cash flow* dari Jensen (1986) yang menyatakan penambahan hutang merupakan signal positif akan kepercayaan manajemen menghasilkan kinerja yang lebih baik yang akhirnya akan meningkatkan nilai perusahaan.

Indikator *Business Risk* Berpengaruh Negatif Terhadap Variabel Nilai Perusahaan.

Menurut Oxelheim & Wihlborg (1997) dalam (Chathoth, 2002) risiko bisnis adalah penyebab yang mungkin ketidakefisienan prosedur operasional perusahaan. Sedangkan (Fabozzi, 1999) menyatakan risiko bisnis adalah risiko yang menciptakan ketidakefisienan satu atau lebih operasional perusahaan atau kegagalan pengawasan internal yang menghasilkan kerugian yang tidak diperkirakan sebelumnya. Ini juga didukung oleh temuan (Veliyath, 1996) yang menyatakan semakin tinggi *business risk* akan menurunkan

performance perusahaan. Sementara hasil penelitian (Chathoth, 2002) menemukan risiko bisnis yang tinggi memberikan signal negatif kepada investor. Itu sebabnya arah pengaruh hipotesis ini negatif.

Tabel 4.10 : Pengaruh Indikator *Business Risk* Terhadap Variabel Nilai Perusahaan.

Kelompok / Sektor	Hipotesis	Korelasi	Estimasi	Prob	Kesimpulan
Total Semua Sektor	-	0.112	0.003	0.824	Tidak Signifikan
Industri Dasar dan Kimia	-	0.404	- 0.125	0.007	Signifikan
Aneka Industri	-	-0.007	0.013	0.799	Tidak Signifikan
Industri Barang Konsumsi	-	0.438	-0.029	0.344	Tidak Signifikan
Property & Real Estate, dll	-	-0.106	-0.038	0.382	Tidak Signifikan
Perdagangan dan Jasa	-	0.188	0.133	0.002	Signifikan

Koefisien korelasi untuk sektor-sektor terdapat pada sektor industri barang konsumsi dengan nilai 43,8% yang diikuti sektor industri dasar dan kimia dengan nilai 40,4%, sektor

perdagangan dan jasa dengan nilai 18,8%, sektor property & real estate dan transportasi & infrastruktur dengan nilai 10,6%. Sedangkan sektor aneka industri hanya 0,7%. Tetapi dalam pengujian hipotesis hanya sektor industri dasar dan kimia serta sektor perdagangan dan jasa saja yang menunjukkan pengaruh yang meyakinkan dari risiko bisnis terhadap nilai perusahaan. Sedangkan sektor lainnya tidak menunjukkan adanya pengaruh yang meyakinkan. Arah pengaruh yang dihasilkan menunjukkan hanya sektor industri dasar dan kimia, sektor industri barang konsumsi dan sektor property & real estate dan transportasi & infrastruktur saja yang menghasilkan arah pengaruh negatif yang konsisten dengan temuan Chathoth (2002). Sedangkan sektor aneka industri dan sektor perdagangan dan jasa menghasilkan arah pengaruh positif yang tidak konsisten dengan hasil temuan Chathoth (2002). Hal ini berarti penurunan risiko bisnis pada perusahaan papan atas direspon positif oleh investor dengan meningkatkan nilai perusahaan. Sebaliknya penurunan risiko bisnis pada perusahaan lapis kedua justru direspon negatif oleh investor dengan sedikit kurang yakin pada perusahaan sehingga nilai perusahaan menjadi turun.

Indikator *Market Risk* Berpengaruh Positif Terhadap Variabel Nilai Perusahaan.

Risiko pasar menurut Oxelheim & Wihlborg (1997) dalam (Chathoth, 2002) menyatakan risiko pasar merupakan ketidak pastian nilai pasar dari saham di pasar. Dengan peningkatan risiko pasar akan membuat investor menagih imbalan yang lebih tinggi (Levine et al., 1999). Peningkatan *risk premium* ini akan meningkatkan *capital expenditure* dibanding dengan perusahaan lain yang risiko pasarnya lebih rendah (Chathoth, 2002). Peningkatan *capital expenditure* ini akan memaksa perusahaan untuk memenuhi dengan meningkatkan kinerja perusahaan. Itu sebabnya arah pengaruh hipotesis ini negatif. Hasil pengujian adalah sebagai berikut :

Tabel 4.11 : Pengaruh Indikator *Market Risk* Terhadap Variabel Nilai Perusahaan.

Kelompok / Sektor	Hipo tesis	Korelasi	Estimasi	Prob	Kesimpulan
Total Semua Sektor	+	0.088	0.030	0.026	Signifikan
Industri Dasar dan Kimia	+	-0.123	0.023	0.464	Tidak Signifikan
Aneka Industri	+	0.204	0.010	0.817	Tidak Signifikan
Industri Barang	+	0.062	0.022	0.508	Tidak

Konsumsi					Signifikan
Property & Real Estate, dll	+	0.114	0.012	0.572	Tidak Signifikan
Perdagangan dan Jasa	+	-0.089	-0.019	0.531	Tidak Signifikan

Kendati koefisien korelasi antara risiko pasar dengan nilai perusahaan dari perusahaan total semua sektor menunjukkan nilai di bawah 10%, tetapi hasil pengujian yang dilakukan menghasilkan pengaruh yang nyata dari risiko pasar terhadap nilai perusahaan. Arah pengaruh yang dihasilkan seluruh perusahaan secara umum menghasilkan arah positif yang sesuai dengan hipotesis.

Koefisien korelasi dari sektor-sektor menunjukkan nilai tertinggi pada sektor aneka industri dengan nilai 20,4% yang diikuti sektor industri dasar dan kimia dengan nilai 12,3%, sektor property & real estate dan transportasi & infrastruktur dengan nilai 11,4%, sektor perdagangan dan jasa dengan nilai 8,9% dan sektor industri barang konsumsi dengan nilai 6,2%. Namun koefisien korelasi yang begitu besar tidak diikuti dengan hasil pengujian yang menunjukkan tidak ada satu sektor pun yang memperlihatkan hasil risiko pasar mempunyai pengaruh yang nyata terhadap nilai perusahaan. Walaupun tidak ada yang mempunyai pengaruh

yang nyata, tetapi hasil pengujian arah pengaruh menunjukkan hampir semua sektor menghasilkan arah pengaruh positif yang sesuai dengan hipotesis. Hanya sektor perdagangan dan jasa saja yang arah pengaruhnya negatif yang tidak sesuai dengan hipotesis. Untuk sektor perdagangan dan jasa menunjukkan peningkatan risiko pasar akan diikuti dengan penurunan nilai perusahaan sedangkan menurunnya risiko pasar juga akan diikuti dengan kenaikan nilai perusahaan.

Struktur Modal Berpengaruh Negatif Terhadap Kinerja Keuangan.

Sesuai dengan *pecking order theory* dari (Myers, 1984a) yang mengutamakan sumber dana internal dari pada hutang, sehingga pengaruh hutang akan negatif terhadap kinerja keuangan. Ini sesuai dengan penemuan (Antoniou et al., 2002b; Sidney L Barton & Gordon, 1987; Booth et al., 2000; Bunkanwanicha, Gupta, & Rokhim, 2003; Cekrezi, 2013; Chathoth, 2002; J. J. Chen, 2003; L. H. Chen et al., 1998b; L. J. Chen & Chen, 2011; Elashker & Wattanasuwannee, 2000; Friend & Lang, 1988; Hossain & Ali, 2012; Huang & Song, 2002a; Khrawish & Khraiwesh, 2010; Milton & Raviv, 1991b; Moh'd et al., 1998; Rajan & Zingales, 1995; Sayilgan et al., 2006; Tien Pao

et al., 2003; Titman & Wessels, 1988; Velnampy & Niresh, 2012; Wald, 1999; Wiwattanakantang, 1999; Yang et al., 2010). Sedangkan penelitian di Bursa efek Indonesia yang mendukung teori ini adalah (Indahwati, 2003; Ratnawati, 2001).

Tabel 4.12 : Pengaruh Variabel Struktur Modal Terhadap Variabel Kinerja Keuangan.

Kelompok / Sektor	Hipo tesis	Korelasi	Estimasi	Prob	Kesimpulan
Total Semua Sektor	-	0.375	0.270	0.708	Tidak Signifikan
Industri Dasar dan Kimia	-	0.490	0.212	0.837	Tidak Signifikan
Aneka Industri	-	0.182	-0.612	0.002	Signifikan
Industri Barang Konsumsi	-	0.387	0.441	0.071	Signifikan
Property & Real Estate, dll	-	0.020	0.210	0.516	Tidak Signifikan
Perdagangan dan Jasa	-	-0.068	-1.591	0.604	Tidak Signifikan

Hasil pengujian yang dilakukan untuk semua sektor, ternyata hanya sektor aneka

industri dan sektor perdagangan dan jasa saja yang mempunyai pengaruh negatif dari struktur modal terhadap kinerja keuangan perusahaan. Namun dari kedua sektor tersebut hanya sektor aneka industri saja yang mempunyai pengaruh negatif yang signifikan. Sedangkan untuk sektor perdagangan dan jasa tidak mempunyai pengaruh yang signifikan. Hasil ini menunjukkan kedua sektor ini mendukung hipotesis. Dalam artian penambahan hutang akan merupakan beban tambahan yang justru akan mengurangi kinerja keuangan perusahaan. Hasil ini mendukung penelitian yang dilakukan oleh (Antoniou et al., 2002b; Sidney L Barton & Gordon, 1987; Booth et al., 2000; Bunkanwanicha et al., 2003; Cekrezi, 2013; Chathoth, 2002; J. J. Chen, 2003; L. H. Chen et al., 1998b; L. J. Chen & Chen, 2011; Elashker & Wattanasuwannee, 2000; Friend & Lang, 1988; Hossain & Ali, 2012; Huang & Song, 2002a; Indahwati, 2003; Khrawish & Khraiwesh, 2010; Milton & Raviv, 1991b; Moh'd et al., 1998; Rajan & Zingales, 1995; Ratnawati, 2001; Sayilgan et al., 2006; Tien Pao et al., 2003; Titman & Wessels, 1988; Velnampy & Niresh, 2012; Wald, 1999; Wiwattanakantang, 1999; Yang et al., 2010).

Sementara hasil pengujian dari sektor industri dasar dan kimia, sektor industri barang konsumsi dan sektor property & real estate

menghasilkan pengaruh positif dari struktur modal terhadap kinerja keuangan. Bahkan untuk sektor industri barang konsumsi bisa mempunyai pengaruh positif signifikan. Hasil ini memang tidak sesuai dengan hipotesis yang sudah dirancang. Namun secara keseluruhan, perusahaan-perusahaan yang ada memang mempunyai pengaruh positif tetapi tidak signifikan. Hasil ini menunjukkan bahwa penambahan hutang akan memberikan keuntungan tambahan sehingga akan meningkatkan kinerja keuangan perusahaan. Artinya peningkatan hutang ternyata efektif dalam meningkatkan kinerja keuangan perusahaan.

Struktur Modal Berpengaruh Negatif Terhadap Nilai Perusahaan.

Sesuai dengan *pecking order theory* dari (Myers, 1984a), jika terdapat penambahan hutang memberikan signal negatif kepada investor karena dana internal sudah tidak mencukupi untuk membiayai investasi. Hal ini sesuai dengan penelitian (Ahmad et al., 2013; Antoniou et al., 2002c; Fama & French, 1998; Jensen & Meckling, 1976a; Levine et al., 1999; Myers & Majluf, 1984; Myers, 1976; Olowoniyi & Ojenike, 2012; Rezaei & Habashi, 2012; Ruan et al., 2011; Shun-Yu Chen & Li-Ju, 2011);

sedangkan untuk penelitian di Bursa efek Indonesia juga mendukung teori ini seperti penelitian (Indahwati, 2003; Sudarma, 2004; Sugihen, 2003).

Tabel 4.13 : Pengaruh Variabel Struktur Modal Terhadap Variabel Nilai Perusahaan.

Kelompok / Sektor	Hipotesis	Korelasi	Estimasi	Prob	Kesimpulan
Total Semua Sektor	-	0.098	0.306	0.251	Tidak Signifikan
Industri Dasar dan Kimia	-	0.171	0.204	0.027	Signifikan
Aneka Industri	-	-0.409	-1.197	0.194	Tidak Signifikan
Industri Barang Konsumsi	-	-0.154	- 0.517	0.021	Signifikan
Property & Real Estate, dll	-	-0.398	- 1.060	0062	Signifikan
Perdagangan dan Jasa	-	-0.109	0.232	0.123	Tidak Signifikan

Dari sektor-sektor yang ada hanya sektor industri dasar dan kimia, sektor industri barang konsumsi dan sektor property & real estate dan transportasi & infrastruktur yang menemukan

adanya pengaruh yang meyakinkan dari struktur modal terhadap nilai perusahaan. Sedangkan sektor lainnya tidak menemukan adanya pengaruh yang meyakinkan. Arah pengaruh yang dihasilkan sesuai dengan hipotesis yaitu negatif hanya pada sektor aneka industri, sektor industri barang konsumsi dan sektor property & real estate dan transportasi & infrastruktur. Sedangkan sektor lainnya adalah positif. Artinya *pecking order theory* lebih banyak diterapkan pada sektor aneka industri, sektor industri barang konsumsi dan sektor property & real estate dan transportasi & infrastruktur. Sedangkan sektor industri dasar dan kimia dan sektor perdagangan dan jasa lebih mengarah pada *signaling theory* dari Ross (1977) dan teori *free cash flow* dari Jensen (1986). Hasil pengujian yang berpengaruh positif ini juga pernah diperoleh hasil penelitian oleh (Hermuningsih, 2013b; Khan et al., 2013; Taghavi et al., 2013; Yang et al., 2010). Secara umum perusahaan-perusahaan di Indonesia memang cenderung berpengaruh positif, kendati hasilnya tetap tidak signifikan.

Kinerja Keuangan Berpengaruh Positif Terhadap Nilai Perusahaan.

Kinerja keuangan yang bagus dari perusahaan menunjukkan fundamental keuangan perusahaan yang baik sehingga akan memberikan signal positif bagi investor dan seterusnya akan meningkatkan nilai perusahaan. Ini sesuai dengan temuan (Ahmad et al., 2013; Hermuningsih, 2013b; Indahwati, 2003; Khan et al., 2013; Ratnawati, 2001; Setyaningsih, 1996; Shun-Yu Chen & Li-Ju, 2011; Taghavi et al., 2013; Yang et al., 2010).

Tabel 4.14 : Pengaruh Variabel Kinerja Keuangan Terhadap Variabel Nilai Perusahaan.

Kelompok / Sektor	Hipo Tesis	Korelasi	Estimasi	Prob	Kesimpulan
Total Semua Sektor	+	0.598	0.185	0.163	Tidak Signifikan
Industri Dasar dan Kimia	+	-0.085	0.036	0.017	Fix
Aneka Industri	+	0.100	-0.749	0.461	Tidak Signifikan
Industri Barang Konsumsi	+	0.591	0.494	0.158	Tidak Signifikan
Property & Real Estate, dll	+	0.297	0.999	Fix	Fix
Perdagangan dan Jasa	+	0.232	-0.048	0.398	Tidak Signifikan

Dari sektor-sektor yang ada, hanya sektor industri dasar dan kimia serta sektor property & real estate dan transportasi & infrastruktur saja yang menemukan adanya pengaruh yang meyakinkan dari kinerja keuangan terhadap nilai perusahaan. Sedangkan sektor lainnya tidak menemukan adanya pengaruh yang meyakinkan. Arah pengaruh yang dihasilkan adalah positif sesuai dengan hipotesis, kecuali pada sektor aneka industri dan sektor perdagangan dan jasa saja yang mempunyai arah pengaruh negatif. Hasil pengaruh positif ini menunjukkan peningkatan kinerja keuangan akan memberikan signal positif sehingga akan meningkatkan nilai perusahaan. Hasil ini sesuai dengan temuan (Ahmad et al., 2013; Hermuningsih, 2013b; Indahwati, 2003; Khan et al., 2013; Ratnawati, 2001; Setyaningsih, 1996; Shun-Yu Chen & Li-Ju, 2011; Taghavi et al., 2013; Yang et al., 2010).

Sedangkan untuk sektor industri dasar dan kimia menghasilkan pengaruh negatif dan signifikan. Hasil ini menunjukkan bahwa kepercayaan investor terhadap laporan kinerja perusahaan sektor aneka industri sangat rendah. Sehingga respon yang diberikan adalah negatif.

Penelitian Setyaningsih (1996), Ratnawati (2001) dan Indahwati (2004) menemukan hubungan positif. Sebaliknya Sugihen (2003)

menemukan hubungan negatif. Hasil yang ditemukan pada penelitian ini adanya pengaruh positif dari kinerja keuangan terhadap nilai perusahaan. Hasil ini konsisten dengan temuan Setyaningsih (1996), Ratnawati (2001) dan Indahwati (2004). Sebenarnya hasil penemuan Sugihen (2003) juga benar, mengingat data yang dikumpulkan adalah dari tahun 1995 sampai tahun 2000. Pada tahun tersebut sebagian adalah masa krisis sehingga terdapat data yang anomali. Sesuai dengan penelitian Indahwati (2004) arah pengaruh kinerja keuangan terhadap nilai perusahaan pada saat krisis adalah negatif, kendati hasilnya tidak signifikan. Hasil arah pengaruh positif signifikan baru terjadi pada kondisi normal. Jadi dalam kondisi normal pengaruh kinerja keuangan terhadap nilai perusahaan di pasar modal Indonesia adalah positif.

BAB V

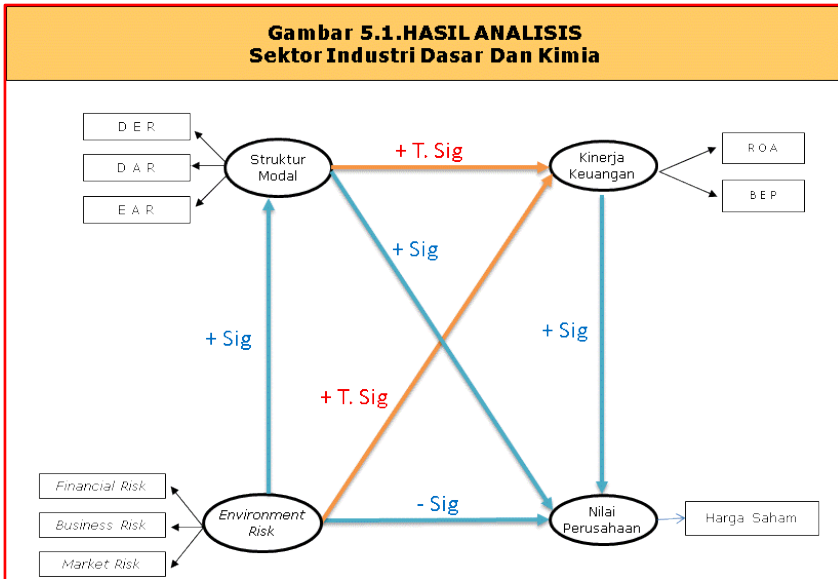
TEMUAN PENELITIAN

Penelitian ini dilakukan dengan menganalisis lima sektor yang ada di bursa efek Indonesia. Selain menganalisis lima sektor, disini juga dianalisis gabungan dari semua sektor. Untuk bisa melihat hasil temuan dari masing-masing analisis bisa diungkapkan pada bagian berikut ini.

Sektor Industri Dasar dan Kimia

Sektor industri dasar dan kimia merupakan sektor besar yang membawahi sub sektor semen, sub sektor keramik, porselen dan kaca, sub sektor logam dan sejenisnya, sub sektor kimia, sub sektor plastik dan kemasan, sub sektor pakan ternak, sub sektor kayu dan pengolahan serta sub sektor pulp dan kertas. Sektor industri dan kimia ini termasuk industri yang padat modal. Karakteristik industri ini lebih rentan terhadap risiko khususnya risiko bisnis.

Hasil yang diperoleh dari sektor ini bisa dilihat pada gambar berikut.



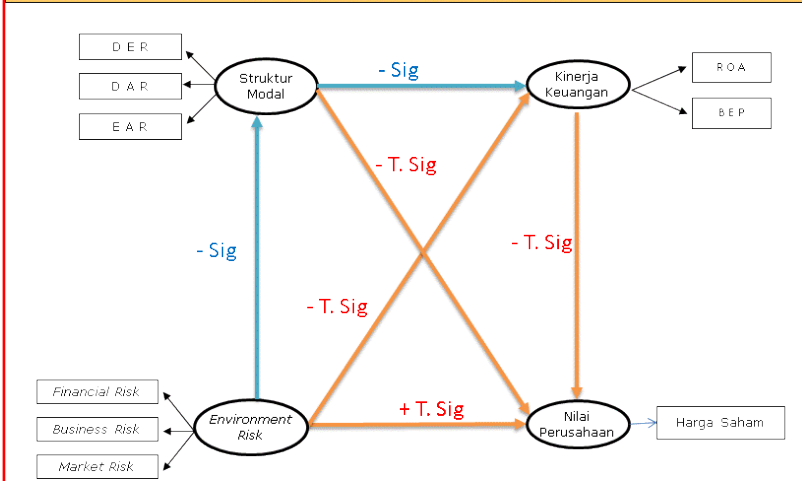
Tingginya risiko bisnis pada sektor ini, membuat investor merasa was-was. Tingginya risiko bisnis ini direspon negatif oleh investor. Untuk mengantisipasi risiko bisnis ini, investor memaksa manajemen untuk memperbanyak hutang. Peningkatan hutang diharapkan bisa mengantisipasi tingginya risiko bisnis. Namun investor yakin akan kemampuan manajemen dalam mengantisipasi risiko bisnis yang muncul. Peningkatan hutang bisa meningkatkan kinerja keuangan perusahaan. Kendati peningkatan kinerja keuangan tersebut tidak terlalu signifikan. Padahal investor menuntut adanya peningkatan kinerja keuangan perusahaan. Pada

sektor ini ada kecenderungan untuk menganut *free cash flow theory*. Dalam artian manajemen menuntut adanya peningkatan kinerja keuangan. Peningkatan kinerja keuangan ini diharapkan bisa meningkatkan dividen. Sementara kebutuhan dana lebih banyak diharapkan melalui sumber dana hutang.

Sektor Aneka Industri

Sektor aneka industri merupakan sektor yang membawahi sub sektor mesin dan alat berat, sub sektor otomotif dan komponennya, sub sektor tekstil dan garmen, sub sektor alas kaki, sub sektor kabel serta sub sektor elektronika. Sektor aneka industri ini juga termasuk sektor yang pada modal. Sektor ini rentan terhadap risiko khususnya risiko bisnis dan risiko pasar. Adapun hasil analisis dari sektor aneka industri ini bisa dilihat dari gambar berikut.

**Gambar 5.2. HASIL ANALISIS
Sektor Aneka Industri**



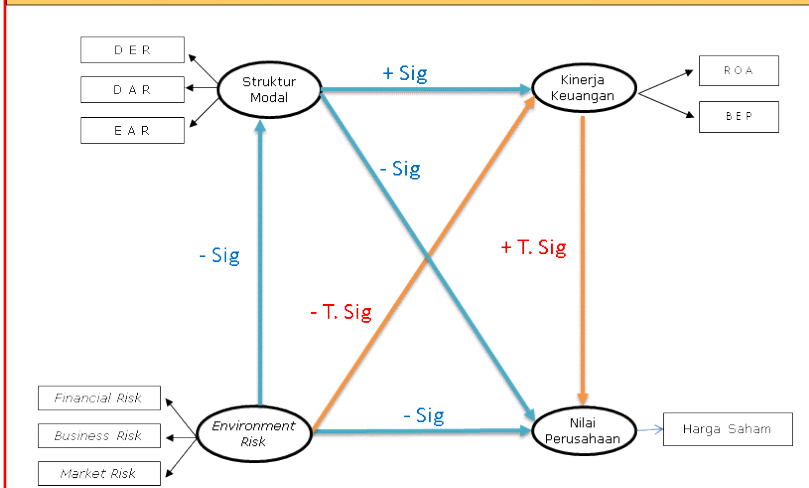
Peningkatan risiko pada sektor aneka industri ini direspon oleh manajemen perusahaan dengan mengurangi hutang. Dengan melakukan pengurangan hutang diharapkan akan bisa meningkatkan kinerja keuangan perusahaan. Investor dalam hal ini kurang begitu peduli dengan peningkatan risiko perusahaan. Investor juga tidak terlalu mempermasalahkan adanya hutang. Namun mereka cenderung tidak menyukai peningkatan hutang. Penurunan hutang bisa mengurangi risiko perusahaan. Sementara kebutuhan dana perusahaan bisa diperoleh dari sumber dana internal terlebih dahulu yaitu melalui laba ditahan. Hal ini sesuai dengan teori *pecking order theory*. Sedangkan tindakan manajemen untuk mengurangi hutang untuk mengantisipasi risiko juga mirip dengan

ulasan dari *trade off theory*. Artinya perusahaan pada sektor aneka industri ini lebih cenderung menggunakan *pecking order theory* dan *trade off theory*.

Sektor Industri Barang Konsumsi

Sektor industri barang konsumsi meliputi sub sektor makanan dan minuman, sub sektor rokok, sub sektor farmasi, sub sektor kosmetik & barang keperluan rumah tangga serta sub sektor peralatan rumah tangga. Sektor industri barang konsumsi ini merupakan sektor yang tahan krisis. Mengingat produk yang dihasilkan oleh sektor ini selalu digunakan. Risiko yang melekat pada sektor ini adalah risiko bisnis. Adapun hasil analisis dari sektor ini terlihat pada gambar berikut.

**Gambar 5.3. HASIL ANALISIS
Sektor Industri Barang Konsumsi**



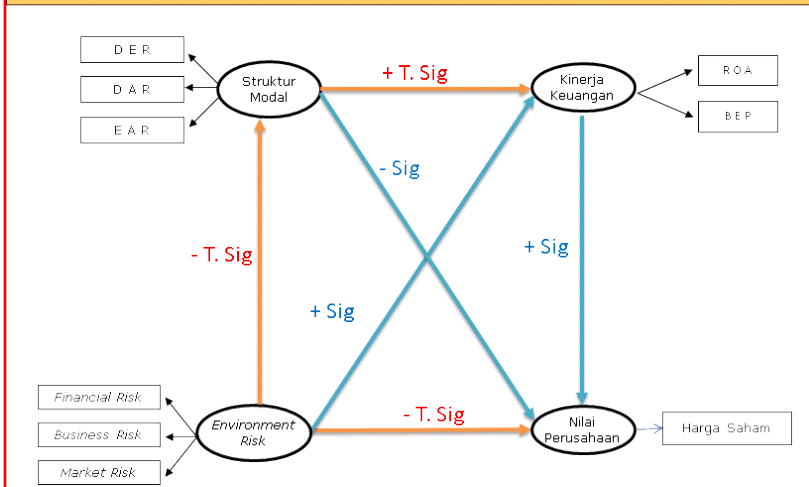
Investor memberikan respon negatif terhadap setiap kenaikan risiko. Risiko yang selalu membayangi sektor industri barang konsumsi ini adalah risiko bisnis dan risiko pasar. Untuk mengantisipasi risiko ini, manajemen perusahaan melakukan pengurangan hutang. Investor juga selalu mengharapkan terjadinya penurunan hutang perusahaan. Penurunan hutang ini diharapkan bisa mengurangi risiko yang dihadapi perusahaan. Kendati risiko perusahaan tidak terlalu berpengaruh terhadap kinerja keuangan perusahaan, namun setiap kenaikan hutang selalu dibarengi dengan kenaikan kinerja keuangan perusahaan. Ini berarti perusahaan pada sektor industri barang konsumsi cenderung menganut *trade off theory*. Memang kenaikan hutang merupakan hal yang

positif dalam peningkatan kinerja keuangan perusahaan. Namun peningkatan hutang tersebut dalam waktu yang sama juga akan memberikan *signal* negatif bagi investor yang seterusnya akan menurunkan nilai perusahaan. Hal ini menyebabkan manajemen perusahaan sektor industri barang konsumsi perlu lebih hati-hati dalam menggunakan hutang sebagai sumber dana.

Sektor Property & Real Estate

Sektor property & real estate terdiri atas sub sektor property & real estate dan sub sektor konstruksi bangunan. Risiko bisnis selalu membayangi sektor property & real estate ini. Adapun hasil penelitian pada sektor property & real estate ini ada pada gambar berikut.

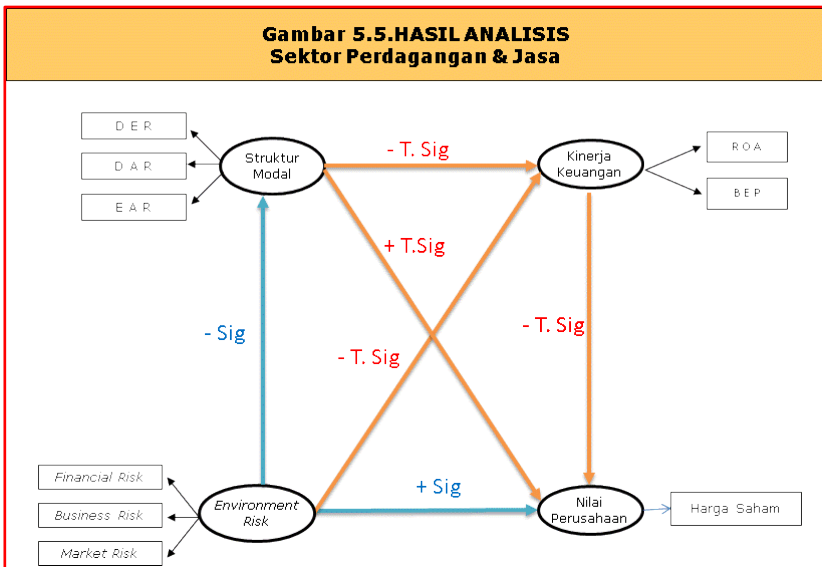
**Gambar 5.4. HASIL ANALISIS
Sektor Property & Real Estate**



Dari gambar diatas terlihat risiko tidak banyak berpengaruh terhadap struktur modal. Tetapi risiko bisnis yang banyak dialami oleh sektor property & real estate ini akan mempengaruhi kinerja keuangan. Tetapi peningkatan risiko pada sektor ini justru merupakan peluang yang sangat bagus dalam meningkatkan kinerja keuangan perusahaan. Seterusnya peningkatan kinerja keuangan perusahaan tersebut akan merupakan kabar baik bagi investor. Walaupun risiko yang melekat pada sektor property & real estate ini berdampak positif terhadap kinerja keuangan, namun investor tetap mengharapkan agar perusahaan harus konservatif dalam berhutang.

Sektor Perdagangan dan Jasa

Sektor perdagangan dan jasa merupakan gabungan dari beberapa sub sektor. Adapun sub sektor yang berada di bawah naungan sektor perdagangan dan jasa ini adalah sub sektor perdagangan besar barang produksi, sub sektor perdagangan eceran, sub sektor restoran, hotel dan pariwisata, sub sektor advertising, printing dan media, sub sektor kesehatan serta sub sektor jasa komputer dan perangkatnya. Risiko yang membayangi sektor perdagangan dan jasa ini adalah risiko bisnis. Adapun hasil analisis untuk sektor ini tergambar pada bagian berikut.



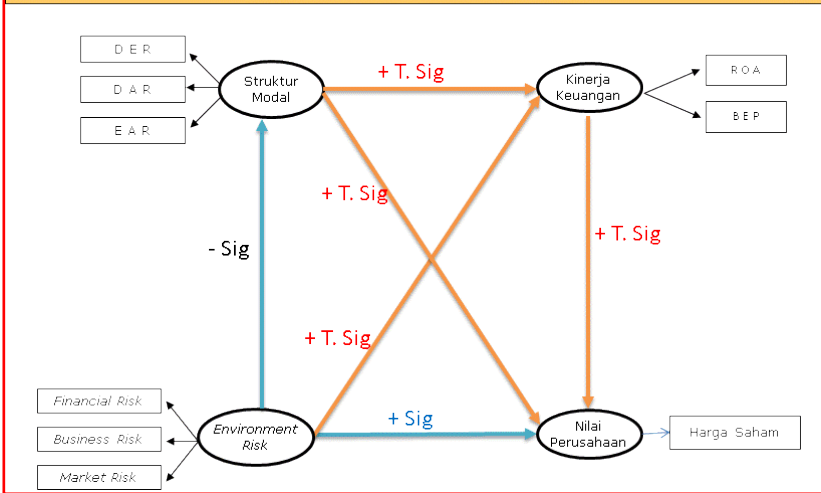
Dari gambar hasil analisis diatas terlihat risiko yang membayangi sektor perdagangan dan jasa ini sangat berpengaruh terhadap kebijakan

struktur modal perusahaan. Manajemen perusahaan cenderung bersifat konservatif dalam berhutang. Dengan bersikap konservatif ini, diharapkan kinerja keuangan bisa meningkat. Namun dalam kenyataannya peningkatan kinerja keuangan tidak terlalu nyata. Sementara itu investor memberikan respon positif terhadap kenaikan risiko perusahaan. Kendati tidak terlalu menuntut, namun sebenarnya investor cenderung mengharapkan terjadinya kenaikan hutang perusahaan. Sikap perusahaan ini mencerminkan penggunaan *trade off theory*.

Total Semua Sektor

Pada bagian ini dilakukan analisis gabungan semua sektor. Dari hasil analisis untuk semua sektor tergambar pada bagian berikut.

**Gambar 5.6.HASIL ANALISIS
Total Semua Sektor**



Jika dilihat secara total, ternyata investor memang selalu memberikan respon positif terhadap risiko yang dihadapi oleh perusahaan. Hal ini disebabkan karena keyakinan investor akan kemampuan perusahaan dalam menghadapi risiko tersebut. Oleh pihak manajemen, peningkatan risiko dihadapi dengan menurunkan struktur modal. Ini sesuai dengan *trade off theory*. Secara umum risiko yang dihadapi oleh perusahaan adalah risiko bisnis. Risiko bisnis tersebut justru memberikan pengaruh positif terhadap kinerja keuangan perusahaan. Walaupun kenaikan tersebut tidak signifikan. Begitu juga struktur modal, dengan bertambahnya hutang, justru akan memberikan

tambahan kenaikan kinerja keuangan perusahaan. Tetapi kenaikan kinerja tersebut akibat hutang juga tidak terlalu besar. Hal ini berarti masih ada faktor lain yang mempengaruhi perubahan dari kinerja keuangan perusahaan.

BAB VI

PENUTUP

Teori struktur modal yang dikembangkan oleh Modigliani dan Miller mulai tahun 1958, sampai saat ini selalu menjadi kontroversi. Apakah ada pengaruh dari struktur modal terhadap nilai perusahaan. Pada tahun 1958 Modigliani dan Miller berkesimpulan tidak adanya pengaruh dari struktur modal terhadap nilai perusahaan dengan asumsi yang ketat akan kondisi pasar yang sempurna dan tidak adanya pajak. Namun teori tersebut segera dikoreksi kembali pada tahun 1963 dengan mengatakan adanya pengaruh dari struktur modal terhadap nilai perusahaan. Hasil dari penelitian ini menunjukkan peningkatan hutang pada perusahaan mendapatkan respon positif dari investor. Ini konsisten dengan temuan (Ross, 1977b) yang menyatakan penambahan hutang merupakan signal positif bagi investor akan kemampuan dan keyakinan manajemen dalam menghasilkan laba. Hasil ini juga mendukung

teori *free cash flow* dari (Jensen, 1986a) yang menemukan investor akan memaksa manajemen untuk berhutang agar bisa meningkatkan penggunaan aset secara optimal. Ini bisa dipahami, perusahaan akan sangat hati-hati dalam berhutang. Mereka akan berhutang jika ada keyakinan penuh akan menghasilkan lebih. Sebaliknya investor kurang yakin akan komitmen perusahaan sektor industri barang konsumsi dan sektor property & real estate dalam berhutang, sehingga penambahan hutang pada perusahaan-perusahaan ini kurang direspon oleh investor. Secara umum perusahaan-perusahaan di Indonesia juga kurang didukung investor dalam menambah hutang. Ini berarti trauma hutang pada saat krisis masih ada sehingga teori *free cash flow* dari (Jensen, 1986a) tidak bisa sepenuhnya berlaku untuk Perusahaan di Indonesia.

Investor di Pasar Modal Indonesia cenderung mendorong perusahaan industri dasar dan kimia untuk berhutang karena adanya keyakinan akan kemampuan manajemen perusahaan dalam mengelola hutang. Hal ini terbukti dari pengaruh positif signifikan dari *financial risk* terhadap nilai perusahaan dan pengaruh positif signifikan dari struktur modal terhadap nilai perusahaan. Hasil ini menunjukkan investor cenderung menganut teori *free cash flow* dari (Jensen, 1986a). Sebaliknya investor

kurang setuju jika perusahaan sektor industri barang konsumsi dan sektor property & real estate berhutang dan cenderung menyarankan perusahaan untuk menggunakan dana internal terlebih dahulu. Ini terbukti dari hasil pengaruh struktur modal terhadap nilai perusahaan yang negatif signifikan. Hasil ini sesuai dengan *pecking order theory* dari (Myers, 1984b) dan teori *Asymmetric information*. Di pihak lain, manajemen dari perusahaan tetap bersikap konservatif dalam berhutang. Para manajemen perusahaan ini lebih yakin akan kemampuan *pecking order theory* dan *asymmetric information theory* dengan mengutamakan penggunaan sumber dana internal dari pada sumber dana eksternal. Sesuai dengan penelitian Chung (1991) dan Samli (1991) dalam (Samli, 2004) telah menemukan budaya orang Asia lebih konservatif dibanding dengan orang Eropah dan selalu bertindak sesuai dengan situasi. Dalam penelitian ini perilaku investor maupun manajemen perusahaan tetap bersifat konservatif, hanya melihat situasi yang sudah memungkinkan untuk perusahaan papan atas, sehingga investor pada perusahaan papan atas cenderung mendorong perusahaan untuk bertindak lebih agresif dengan berhutang.

Menurut penelitian (Hsia, 1981; Huang & Song, 2002b) yang meneliti perusahaan-perusahaan di China, ditemukan perusahaan

yang struktur hutangnya tinggi cenderung melakukan investasi yang berisiko. Penemuan ini didukung oleh penelitian (Tien Pao et al., 2003). Sementara itu pada penelitian (L. H. Chen et al., 1998b) menunjukkan peningkatan *business risk* justru membuat kreditur takut memberikan pinjaman sehingga sulit diperoleh dana eksternal. Hal ini sesuai dengan penelitian (Sidney L Barton & Gordon, 1987; Brealey et al., 2008; J. J. Chen, 2004; Moh'd et al., 1998; Prasad et al., 1997a; Titman & Wessels, 1988). Hasil penelitian ini menunjukkan semua perusahaan di Indonesia secara umum cenderung setuju dengan penelitian (L. H. Chen et al., 1998b) yang menunjukkan peningkatan risiko bisnis akan membuat kreditur takut memberi pinjaman. Ini juga membuktikan perusahaan-perusahaan di Indonesia lebih konservatif dalam berhutang dibanding dengan perusahaan-perusahaan di China.

Bagi perusahaan sektor aneka industri, penambahan hutang selalu menjadi dilema. Disatu sisi penambahan hutang akan meredam risiko yang dihadapi oleh perusahaan. Namun disisi lain penambahan hutang akan mengakibatkan penambahan *cost of debt*. Peningkatan *cost of debt* ini justru akan menurunkan kinerja keuangan perusahaan. Walaupun investor tidak begitu peduli dengan kinerja keuangan dan hutang perusahaan. Tetapi

peningkatan hutang dan penurunan kinerja keuangan tersebut berimbas pada penurunan nilai perusahaan. Artinya penggunaan hutang merupakan hal yang baik. Namun penggunaan hutang secara berlebihan justru akan mengakibatkan penurunan nilai perusahaan.

Bagi sektor industri barang konsumsi dan sektor property & real estate, peningkatan hutang merupakan hal yang positif. Peningkatan hutang akan mendorong peningkatan kinerja keuangan perusahaan. Khusus untuk sektor industri barang konsumsi, peningkatan kinerja perusahaan terjadi sangat signifikan. Namun disisi lain, peningkatan hutang tersebut justru akan menurunkan nilai perusahaan. Hal ini mempertegas pernyataan sebelumnya bahwa penggunaan hutang merupakan hal yang baik, namun disini *asymmetric information* berlaku. Dalam artian penggunaan hutang yang besar direspon negatif oleh investor. Investor menganggap hutang merupakan *bad news*. Oleh sebab itu perlu adanya pembatasan hutang dan mendapatkan sumber dana internal sebagai pemenuhan kebutuhan dana.

Penelitian ini tidak mengikutsertakan faktor eksternal yang juga mempunyai pengaruh terhadap struktur modal maupun kinerja keuangan dan nilai perusahaan. Inflasi, suku bunga, kurs valuta asing yang merupakan bagian

dari faktor ekonomi makro, termasuk terjadinya pengeboman, pergantian kabinet pemerintahan merupakan faktor eksternal yang turut mempengaruhi struktur modal, kinerja keuangan dan nilai perusahaan. Dalam penelitian ini hanya mengandalkan risiko bisnis untuk mencerminkan risiko tersebut.

DAFTAR PUSTAKA

- Adiningsih, S., Soesastro, H., Budiman, A., Triaswati, N., & Alisjahbana, A. (2005). *Pemikiran dan Permasalahan Ekonomi di Indonesia dalam setengah Abad Terakhir* (1,2,3,4,5 ed.). Yogyakarta: Penerbit Kanisius.
- Ahmad, H., Fida, B. a, & Zakaria, M. (2013). The Co-determinants of Capital Structure and Stock Returns: Evidence from the Karachi Stock Exchange. *The Lahore Journal of Economics*, 18(1), 81–92.
- Anderson, R. W. (2002). Capital Structure, Firm Liquidity and Growth. *National Bureau of Economic Research Working Paper Series*.
- Antoniou, A., Guney, Y., & Paudyal, K. (2002c). *The Determinants of Corporate Capital Structure: Evidence from European Countries* (No. 1.2) (Vol. 1.2). Retrieved from <http://webkuliah.unimedia.ac.id/ebook/files/determinant-europe.pdf>
- Atmaja, L. S. (2008). *Teori dan Praktek Manajemen Keuangan*. Yogyakarta: Andi Offset, Yogyakarta.
- Awat, N. J. (1998). *Manajemen Keuangan Pendekatan Matematis*. Jakarta: PT.Gramedia Pustaka Utama.
- Balakrishnan, S., & Fox, I. (1993). Asset Specificity, Firm Heterogeneity and Capital Structure.

Strategic Management Journal, 14, 3–16.

- Barton, S. L., & Gordon, P. J. (1987). Corporate Strategy: Useful Perspective for the Study of Capital Structure? *Academy of Management Review*, 12(1), 67–75. <http://doi.org/10.5465/AMR.1987.4306479>
- Barton, S. L., & Gordon, P. J. (1998). Corporate Strategy and Capital Structure, 9(6), 623–632.
- Bauer, P. (2004). Determinants of capital structure, Empirical Evidence from the Czech Republic. *Czech Journal of Economics and Finance*, 54, 1–21.
- Block, S. B., & Hirt, G. A. (1994). *Foundations of Financial Management* (Seventh Ed). United State of America: Richard D. Irwin, Inc.
- Booth, L., Aivazian, V., Kunt, A. D., & Maksimovic, V. (2000). *Capital Structure in Developing Countries*.
- Bradley, M., Jarrell, G. A., & Kim, E. H. (1984). On The Existence of an Optimal Capital Structure: Theory and Evidence. *The Journal of Finance*, 39(3).
- Brealey, R. A., Myers, S. C., & Allen, F. (2008). *Principles of Corporate Finance* (Ninth Edit). New York, USA: McGraw Hill Companies.
- Brigham, E. F., & Daves, P. R. (2004). *Intermediate Financial Management* (8th ed.). Ohio: South Westen, Thomson Corporation. Retrieved from www.swlearning.com

- Brigham, E. F., & Houston, J. F. (2013). *Fundamentals of Financial Management. South Western Cengage Learning* (Thirteenth). Mason: South Western, Thomson Corporation. Retrieved from <http://ieeexplore.ieee.org/lpdocs/epic03/wrapper.htm?arnumber=6071007>
- Bunkanwanicha, P., Gupta, J., & Rokhim, R. (2008). Debt and entrenchment: Evidence from Thailand and Indonesia. *European Journal of Operational Research*, 185(3), 1578–1595. <http://doi.org/10.1016/j.ejor.2006.08.025>
- Cekrezi, A. (2013). Impact of Firm Level Factors on Capital. *European Journal of Sustainable Development*, 2(4), 135–148.
- Chathoth, P. K. (2002). *Co-alignment between Environment Risk, Corporate Strategy, Capital Structure, and Firm Performance: An Empirical Investigation of Restaurant Firms*. Virginia Polytechnic Institute and State University.
- Chathoth, P. K., & Olsen, M. D. (2007). The effect of environment risk, corporate strategy, and capital structure on firm performance: An empirical investigation of restaurant firms. *International Journal of Hospitality Management*, 26(3), 502–516.
- Chen, J. J. (2003). Institutional Effects Upon Firm' Capital Structure – Evidence From Chinese Listed Companies. In *FMA European Conference*.

- Chen, J. J. (2004). Determinants of capital structure of Chinese-listed companies. *Journal of Business Research*, 57(12), 1341–1351. [http://doi.org/10.1016/S0148-2963\(03\)00070-5](http://doi.org/10.1016/S0148-2963(03)00070-5)
- Chen, K. (2002). The Influence of Capital Structure on Company Value with Different Growth Opportunities.
- Chen, L. H., Lensink, R., & Sterken, E. (1998a). The Determinant of Capital Structure: Evidence From Dutch Panel Data. In *European Economic Association Annual Congress*. Berlin.
- Chen, L. H., Lensink, R., & Sterken, E. (1998b). The Determinants of Capital Structure: Evidence from Dutch Panel Data, 1–33.
- Chen, L. J., & Chen, S. Y. (2011). The influence of profitability on firm value with capital structure as the mediator and firm size and industry as moderators. *Investment Management and Financial Innovations*, 8(3), 121–129.
- Chen, L., Jung, C., & Chen, S.-Y. (2011). How the Pecking-Order Theory Explain Capital Structure. *Journal of International Management Studies*, 6.2(1984), 1–9.
- Chow, E. H. (1994). Debt rescheduling and the choice between bonds and loans for LDCs' foreign debt. *Open Economies Review*, 5(2), 139–157. <http://doi.org/10.1007/BF01000484>

- Elashker, A., & Wattanasuwannee, T. (2000). Capital Structure in Thailand on The Eve of Recovery : An Empirical Inquiry. *ABAC Journal*, 20(1).
- Eldomiatty, T. I. (2003). Dynamics of Firm's Market Value, Capital Structure and Systematic Risk. In *The 3rd International Conference of Economics and Management "Financial Management Trends 2003."*
- Elton, E. J., & Gruber, M. J. (2003). *Modern Portfolio Theory and Investment Analysis* (Sixth Edit). Prentice Hall Internatiional (UK) Ltd.
- Fabozzi, F. J. (1999). *Investment Management* (Second Edi). New Jersey: Prentice Hall Internatiional (UK) Ltd.
- Fakhruddin, M., & Hadianto, M. S. (2001). *Perangkat dan Model Analisis Investasi di Pasar Modal*. Jakarta: PT.Elex Media Komputindo Jakarta.
- Fama, E. F., & French, K. (1998). Taxes, Financing Decisions, and Firm Value. *Journal of Finance*, 53(3).
- Fama, E. F., & Jensen, M. C. (1983). Agency Problems and Residual Claims. *Journal of Law & Economics*, XXVI(June 1983), 1-29. Retrieved from http://papers.ssrn.com/sol3/paper.taf?ABSTRACT_ID=94032
- Fernandez, P. (2001). *Optimal Capital Structure: Problem with the Harvard and Damodaran Approaches*.

- Friend, I., & Lang, H. P. (1988). An empirical test of the impact of managerial self interest on corporate capital structure. *Journal of Finance*, 43(2), 271–281.
- Hamid, E. S. (2004). *Sistem Ekonomi Utang Luar Negeri dan Isu-isu Ekonomi Politik Indonesia*. Yogyakarta: UII Pres, Yogyakarta.
- Hatfield, G. B., Cheng, L. T. W., & Davidson, W. N. (1994b). The determination of optimal capital structure: the effect of firm and industry debt ratios on market value. *Journal of Financial and Strategic Decisions*, 7(3), 1–14. Retrieved from <http://www.financialdecisionsonline.org/archive/pdf/v07n3/hatfield.pdf>
- Hermuningsih, S. (2013a). Pengaruh Profitabilitas , Growth Opportunity , Struktur Modal Terhadap Nilai Perusahaan Pada Perusahaan Publik di Indonesia. *Buletin Ekonomi Moneter Dan Perbankan*, 127–148.
- Hermuningsih, S. (2013b). Profitability , Growth Opportunity , Capital structure and The Firm Value. *Bulletin of Monetary, Economics and Banking*, 115–136.
- Horne, J. C. Van. (1999). *Financial Management and Policy* (Eleventh E). Asoke K.Ghosh, Prentice Hall of India Private Limited.
- Hossain, F., & Ali, A. (2012). Impact of Firm Specific Factors on Capital Structure Decision: An Empirical Study of Bangladeshi Companies. *International Journal of Business Research and Management (IJBRM)*, 3(4), 163–182.

- Hsia, C. C. (1981). Coherence of the Modern Theories of Finance. *Financial Review*, 27–42.
- Huang, S. G. H., & Song, F. M. (2002a). The Determinants of Capital Structure: Evidence from China. *China Economic Review*, 14(852), 14–36.
<http://doi.org/10.1016/j.chieco.2005.02.007>
- Indahwati. (2003). *Analisis Pengaruh Leverage dan Kebijakan Struktur Modal Terhadap Kinerja Keuangan dan Nilai Perusahaan-Perusahaan Go Public di Pasar Modal Indonesia Selama Masa Krisis 1998-2001*. Universitas Brawijaya.
- Jensen, M. C. (1986a). Agency Costs of Free Cash Flow , Corporate Finance , and Takeovers Agency Costs of Free Cash Flow , Corporate Finance , and Takeovers. *American Economic Review*, 76(2), 323–329.
<http://doi.org/10.2139/ssrn.99580>
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976a). Theory of the Firm : Managerial Behavior , Agency Costs and Ownership Structure Theory of the Firm : Managerial Behavior , Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305–360.
[http://doi.org/http://dx.doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](http://doi.org/http://dx.doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)
- Khan, W., Naz, A., Khan, M., Khan, W., Khan, Q., & Ahmad, S. (2013). The Impact of Capital Structure and Financial Performance on Stock Returns " A Case of Pakistan Textile Industry ". *Middle-East Journal of Scientific Research*, 16(2), 289–295.

<http://doi.org/10.5829/idosi.mejsr.2013.16.02.11553>

- Khrawish, H. A., & Khraiwesh, A. H. A. (2010). The Determinants of the Capital Structure: Evidence from Jordanian Industrial Companies. *Journal Of King Abdulaziz University: Economics & Administration*, 24(1), 173–196.
<http://doi.org/10.4197/Eco.24-1.5>
- Kochhar, R., & Hitt, M. a. (1998). Research Notes and Communications Linking Corporate Strategy To Capita. *Strategic Management Journal*, 19(May 1995), 601–610.
- Leland, H. E., & Pyle, D. H. (1977). Informational Asymmetries, Financial Structure, and Financial Intermediation. *Journal of Finance*. Retrieved from <http://links.jstor.org/sici?sici=0022-1082%28197705%2932%3A2%3C371%3AIAFSAF%3E2.0.CO%3B2-E&origin=repec>
- Levine, R., Beck, T., & Kunt, A. D. (1999). *and Structure* (No. 2146).
- Levy, H., & Sarnat, M. (1998). *Capital Investment & Financial Decisions* (Fifth Edit). Prentice Hall Internatiional (UK) Ltd.
- Lowe, J., Naughton, T., & Taylor, P. (1994). The Impact of Corporate Strategy on the Capital Structure of Australian Companie. *Managerial and Decision Economics (1986-1998)*, 245.
- McConnell, J. ., & Servaes, H. (1995). Equity ownership and the two faces of debt. *Journal*

of Financial Economics, 39(1), 131–157.

- Milton, H., & Raviv, A. (1991b). The Theory of Capital Structure. *Journal of Finance*, 46(1), 297–355. <http://doi.org/10.2307/2328697>
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1963). Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction. *The American Economic Review*, 53(3), 433–443.
- Moh'd, M. A., Perry, L. G., & Rimbey, J. N. (1998). The Impact of Ownership Structure on Corporate Debt Policy: a Time Series Cross Sectional Analysis. *The Financial Review*, 33, 85–98.
- Myers, S. C. (1976). *Determinants of Corporate Borrowing* (No. 875-76).
- Myers, S. C. (1984a). Capital Structure Puzzle. *National Bureau of Economic Research Working Paper Series*.
- Myers, S. C., & Majluf, N. S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*.
- Olowoniyi, a O., & Ojenike, J. O. (2012). Determinants of Stock Return of Nigerian-Listed Firms. *Journal of Emerging Trends in Economics and Management Sciences*, 3(4), 389–392.
- Prasad, D., Bruton, G. D., & Merikas, A. G. (1997b). Long-Run Strategic Capital Structure. *Journal of Financial and Strategic Decisions*, 10(1),

45-57.

- Purnomo, H. (1999). Manajemen Risiko atas Hutang : Mengubah Risiko Menjadi Profit. *Manajemen Usahawan*, XXVIII(03).
- Purnomo, Y. (1998). Keterkaitan Kinerja Keuangan Dengan Harga Saham (Studi Kasus 5 Rasio Keuangan 30 Emiten di BEJ Pengamatan 1992-1996). *Manajemen Usahawan*, XXVII(12).
- Rajan, R. G., & Zingales, L. (1995). What Do We Know about Capital Structure? Some Evidence from International Data. *The Journal of Finance*, 50(5), 1421-1460.
- Ratnawati. (2001). *Analisis Perbedaan Struktur Modal dan Faktor Interen, Faktor Ekstern Perusahaan Industri PMA dan Perusahaan Industri PMDN di Bursa Efek Jakarta, Serta Pengaruhnya Terhadap Nilai Perusahaan*. Universitas Airlangga.
- Rezaei, F., & Habashi, S. S. (2012). Co-determination of Capital Structure and Stock Return through Simultaneous Structural Equations Model. *Journal of Basic and Applied Scientific Research*, 2(12), 12939-12948. Retrieved from [http://www.textroad.com/pdf/JBASR/J. Basic. Appl. Sci. Res., 2\(12\)12939-12948, 2012.pdf](http://www.textroad.com/pdf/JBASR/J. Basic. Appl. Sci. Res., 2(12)12939-12948, 2012.pdf)
- Ross, S. a. (1977a). The Determination of Financial Structure: The Incentive Signalling Approach. *Bell Journal of Economics*, 8(1), 23-40. Retrieved from <http://www.jstor.org/stable/3003485>

- Ross, S. a, Westerfield, R., & Jordan, B. (2008). *Corporate Finance Fundamentals* (8 th Editi). New York, USA: McGraw Hill Companies.
- Ruan, W., Tian, G., & Shiguang, M. (2011). Managerial Ownership , Capital Structure and Firm Value: Evidence from China's Civilian-run Firms. *Australasian Accounting Business and Finance Journal*, 5(3), 73–92.
- Safieddine, A., & Titman, S. (1997). Debt and Corporate Performance: Evidence From Unsuccessful Takeovers. *National Bureau of Economic Research Working Paper Series*, 6068.
- Samli, A. C. (2004). *Entering & Succeeding in Emerging Countries: Marketing to the forgotten majority*. Thomson, South Western, Mason, Ohio.
- Sartono, A. (2001). *Manajemen Keuangan, Teori dan Aplikasi* (Edisi 4). Badan Penerbit Fakultas Ekonomi Universitas Gajah Mada.
- Sayilgan, G., Karabacak, H., & Kucukkocaoglu, G. (2006). The Firm-Specific Determinants of Corporate Capital Structure: Evidence from Turkish Panel Data The Firm-Specific Determinants of Corporate Capital Structure: Evidence from Turkish Panel Data. *Investment Management and Financial Innovations*, 3(3), 125–139. Retrieved from http://www.baskent.edu.tr/~gurayk/kisiselca_pstrpaper.pdf
- Setyaningsih. (1996). *Analisis Perbedaan Kinerja Keuangan Perusahaan Sebelum dan Sesudah*

Go-Public Serta Pengaruhnya Terhadap Tingkat Hasil Saham Di pasar Modal Indonesia, Thailand dan Jepang. Universitas Airlangga.

- Shah, K. (1994). The Nature of Information Conveyed by Pure Capital Structure Changes. *Journal of Financial Economics*, 36(1), 89–126. [http://doi.org/10.1016/0304-405X\(94\)90031-0](http://doi.org/10.1016/0304-405X(94)90031-0)
- Shin, H.-H., & Stulz, R. M. (2000a). Firm value, risk, and growth opportunities. *NBER Technical Working Paper Series 7808*, 3, 35. Retrieved from <http://core.ac.uk/download/pdf/6646286.pdf>
- Shun-Yu Chen, & Li-Ju, C. (2011). Capital structure determinants: An empirical study in Taiwan. *African Journal of Business Management*, 5(27), 10974–10983. <http://doi.org/10.5897/AJBM10.1334>
- Sudarma, M. (2004). *Pengaruh Struktur Kepemilikan Saham, Faktor Intern dan Faktor Ekstern Terhadap Struktur Modal dan Nilai Perusahaan (Studi pada Industri yang Go-Public di Bursa Efek Jakarta)*. Universitas Brawijaya.
- Sugihen, S. G. (2003). *Pengaruh Struktur Modal Terhadap Produktivitas Aktiva dan Kinerja Keuangan serta Nilai Perusahaan Industri Manufaktur Terbuka di Indonesia*. Universitas Airlangga.
- Taghavi, M., Valahzaghari, M. K., & Alishahi, M. (2013). Co-determination of capital structure

and stock returns in banking industry using structural equation modeling. *Management Science Letters*, 3, 2367–2372. <http://doi.org/10.5267/j.msl.2013.07.001>

- Tien Pao, H., Pikas, B., & Ten Pao, L. (2003). The Determinants of Capital Structure Choice using Linier Modls: High Technology Vs. Traditional Corporations. *Journal of Academy of Business and Economics*.
- Titman, S., & Wessels, R. (1988). The Determinants of Capital Structure Choice. *Journal of Finance*, 43(1), 1–19. <http://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1988.tb02585.x>
- Veliyath, R. (1996). Business Risk and Performance : An Examination of Industry Effects. *Journal of Applied Business Research (JABR)*, 22(7), 1004–1021.
- Velnampy, T., & Niresh, J. A. (2012). The Relationship between Capital Structure & Profitability. *Global Journal of Management and Business Research*, 12(13).
- Wald, J. (1999). How Firm Characteristics Affect Capital Structure: An International Comparison. *The Journal of Finance Reseach*, 22(2).
- Wiwattanakantang, Y. (1999). An Empirical Study on the Determinants of The Capital Structure of Thai Firms. *Pacific Basin Finance Journal*, 7(3-4).

Yang, C.-C., Lee, C., Gu, Y.-X., & Lee, Y.-W. (2010). Co-determination of capital structure and stock returns—A LISREL approach , An empirical test of Taiwan stock markets. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 50(2), 222–233. <http://doi.org/10.1016/j.qref.2009.12.001>