

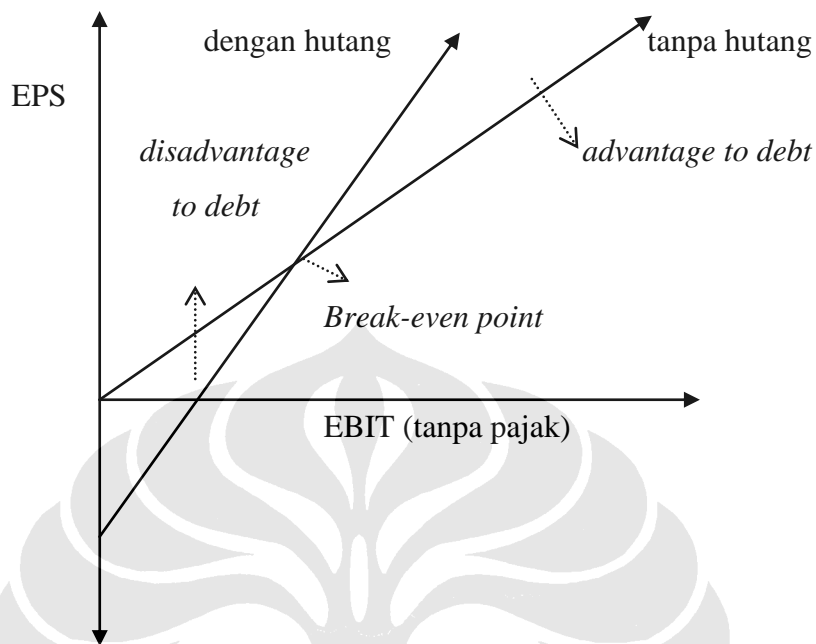
BAB 2 LANDASAN TEORI

2.1. Struktur Modal

Perusahaan membutuhkan pendanaan jangka panjang dalam mendanai/mendukung investasi jangka panjangnya. Pendanaan jangka panjang ini berupa hutang jangka panjang dan saham. Struktur modal merupakan komposisi antara hutang jangka panjang dan saham di dalam pendanaan jangka panjang perusahaan. Hutang jangka panjang merupakan bagian dari klaim kreditor terhadap aset perusahaan, sementara saham merupakan klaim pemegang saham atas perusahaan. Keputusan mengenai struktur modal yang optimal merupakan hal yang menjadi perhatian dari seorang manajer keuangan suatu perusahaan, hal ini karena struktur modal suatu perusahaan mempengaruhi nilai dan risiko suatu perusahaan. Disamping itu, pada umumnya biaya penerbitan hutang jangka panjang lebih murah dibandingkan dengan penerbitan saham (Ross, Westerfield, dan Jordan, 2008).

Besarnya ketergantungan perusahaan akan hutang jangka dalam pendanaannya disebut *financial leverage*. Perusahaan yang memiliki hutang jangka panjang yang besar disebut menggunakan *financial leverage* yang besar (Ross, Westerfield, dan Jordan, 2008). Untuk melihat pengaruh *financial leverage* bagi kemakmuran pemegang saham dapat dianalisis pada dampaknya terhadap perubahan EPS (*Earning per Share*) dan ROE (*Return on Equity*). Laba perusahaan yang didapat pemegang saham dalam satu lembar saham disebut EPS, sedangkan persentase laba terhadap ekuitas disebut ROE, semakin tinggi nilai kedua rasio tersebut akan semakin meningkatkan nilai pemegang saham.

Dengan asumsi tidak terdapat pajak, maka perbedaan antara EPS dan ROE perusahaan yang menggunakan hutang jangka panjang dengan yang tidak menggunakan dapat dilihat pada gambar berikut:



Gambar 2.1. *Leverage Break-Even Point*

Sumber: Ross, Westerfield, dan Jordan (2008)

Posisi *break-even point* merupakan titik ketika pada EBIT tertentu perusahaan yang memiliki atau tidak memiliki hutang jangka panjang memiliki nilai yang sama. Dari gambar tersebut dapat dilihat bahwa pada posisi di atas *break-even point* perusahaan yang struktur modalnya menggunakan hutang jangka panjang memiliki nilai EPS yang lebih besar dari yang tidak menggunakan hutang jangka panjang, sedangkan di bawah *break-even point* EPS perusahaan yang menggunakan hutang jangka panjang lebih kecil dibandingkan dengan perusahaan yang tidak menggunakan hutang jangka panjang. Dalam hal ini dapat disimpulkan bahwa dengan penggunaan hutang jangka panjang perubahan EPS dan ROE terhadap perubahan EBIT suatu perusahaan semakin besar (ditunjukkan dengan gradien garis yang lebih besar), variabilitas ini tentunya meningkatkan risiko bagi pemegang saham (Ross, Westerfield, dan Jordan, 2008).

Akan tetapi selain dari keputusan perusahaan yang menentukan struktur modal perusahaan yang berdampak pada risiko pemegang saham terhadap *return* yang akan diperoleh, terdapat kemungkinan lain yaitu mengubah struktur modal sesuai dengan komposisi yang diinginkan oleh pemegang saham. Hal ini dapat terjadi karena investor dapat membuat *leverage* sendiri (*homemade leverage*). Investor melakukan ini dengan meminjam uang (dan membayar bunganya) untuk membeli lebih banyak saham atau meminjamkan uang dari penjualan saham (dan mendapatkan bunga). Dengan demikian bagaimana pun struktur modal yang dipilih oleh manajemen perusahaan untuk mendanai operasinya tidak akan berpengaruh bagi pemegang saham (*indifference*) karena pemegang saham dapat menciptakan sendiri *financial leverage* baginya sesuai preferensi masing-masing pemegang saham. Kesimpulan ini dikemukakan oleh dua nobelis, yaitu Franco Modigliani dan Melton Miller dan dikenal sebagai *M&M (Modigliani-Miller) I Proposition I* (Ross, Westerfield, dan Jordan, 2008).

Selain itu melalui *M&M I Proposition II* dibuktikan juga bahwa struktur modal tidak berpengaruh pada nilai *Weighted Average Cost of Capital (WACC)* perusahaan (Ross, Westerfield, dan Jordan, 2008). Perubahan komposisi *debt* terhadap *equity* hanya mempengaruhi besarnya *cost of equity*.

Persamaannya ialah:

$$R_E = R_A + (R_A - R_D) \times (D/E) \quad (2.1)$$

dimana:

R_E = *cost of equity*

R_A = *required return of firm's assets*

R_D = *cost of debt*

D/E = perbandingan antara hutang jangka panjang dan ekuitas

Dengan demikian nilai R_A adalah tetap dan perubahan struktur modal (D/E) hanya mempengaruhi *cost of equity*. Nilai R_A tidak berubah karena perubahan komposisi modal ($E/(E+D)$ dan $D/(E+D)$) di-*offset* oleh peningkatan *cost of equity* (peningkatan *cost of equity* terjadi karena dengan meningkatkan *leverage* maka meningkatkan risiko bagi pemegang saham sehingga sebagai kompensasi pemegang saham meminta *return* (R_E) yang lebih besar). Dampaknya

ialah struktur modal (D/E) yang dipilih oleh perusahaan akan memberikan nilai yang sama bagi investor (tidak ada struktur modal yang optimal bagi investor).

Kemudian muncul teori *Modigliani-Miller* baru yang merupakan penyempurnaan dari teori yang terdahulu dan dikenal dengan *M&M II proportion I*. Dalam teori ini ditambahkan faktor pajak untuk melihat pengaruhnya pada teori terdahulu. Hasil yang didapat ternyata faktor pajak memberikan manfaat yang disebut dengan *tax-shield*. Hal ini dapat terjadi karena bunga pada hutang perusahaan tidak dikenakan pajak, sehingga nilai sekarang (*present value*) dari bunga yang tidak dikenakan pajak tersebut menjadikan perusahaan dengan *leverage* memiliki nilai yang lebih besar dibanding dengan perusahaan tanpa *leverage* (Ross, Westerfield, dan Jordan, 2008). Penambahan *firm value* (dengan asumsi hutang *perpetual*) adalah sebesar:

$$\begin{aligned} PV &= (T_C \times D \times R_D) / R_D \\ &= T_C \times D \end{aligned} \tag{2.2}$$

dimana:

PV = *present value* dari *tax-shield*

T_C = *tax rate*

D = besarnya hutang jangka panjang

R_D = bunga hutang jangka panjang

Dengan demikian, maka nilai perusahaan yang memiliki *leverage* adalah:

$$V_L = V_U + (T_C \times D) \tag{2.3}$$

dengan:

$$V_U = \text{EBIT} \times (1 - T_C) / R_U \tag{2.4}$$

dimana:

V_L = nilai perusahaan yang menggunakan *leverage*

V_U = nilai perusahaan tanpa *leverage*

R_U = *firm's cost of capital*

Dengan kesimpulan seperti di atas, maka untuk mendapatkan struktur modal yang optimal adalah dengan sepenuhnya (100%) pendanaan menggunakan hutang, sebab dengan demikian maka perusahaan mendapatkan nilai perusahaan yang maksimal melalui pemanfaatan *tax-shield benefit* yang optimal. Namun demikian hal tersebut belum mempertimbangkan faktor *financial distress*.

Peningkatan nilai perusahaan akibat dari *tax-shield* ini juga ditunjukkan dengan penurunan WACC dan dikenal dengan *M&M II Proportion II*.

Adanya faktor *financial distress* yang menjadi *cost* dalam peningkatan *leverage* menjadi tambahan faktor pertimbangan bagi optimalisasi struktur modal disamping *tax shield benefit* yang dikenal dengan *static theory of capital structure* yang menyatakan bahwa perusahaan akan meminjam (menambah hutang jangka panjang) sampai titik dimana manfaat yang didapat dari *tax-shield* oleh penambahan hutang sama dengan biaya yang timbul dari peningkatan kemungkinan terjadinya *financial distress* (Ross, Westerfield, dan Jordan, 2008). Dengan demikian struktur modal yang optimal bukan dengan 100% pembiayaan dengan hutang.

2.2. Pecking Order Theory

Teori ini merupakan alternatif dari *static theory of capital structure* untuk menjelaskan struktur modal yang optimal. Teori ini menyatakan bahwa pada umumnya perusahaan lebih menyukai atau sedapat mungkin menggunakan pendanaan dengan dana internal. Hal ini karena penggunaan dana eksternal lebih mahal. Dengan demikian perusahaan akan menggunakan dana internal untuk pendanaannya, apabila dana internal tidak mencukupi maka perusahaan akan mencari pendanaan eksternal yang lebih murah yang pada umumnya ialah hutang. Jika perusahaan gagal mendapatkan hutang maka pilihan terakhir adalah dengan menerbitkan saham. Implikasinya ialah perusahaan yang memiliki laba yang besar tidak akan membutuhkan dana eksternal. konsekuensinya menurut teori ini ialah tidak terdapat struktur modal yang optimal, struktur modal perusahaan ditentukan oleh kebutuhan pendanaannya (Van Horne, 2002). Hal ini berbeda dengan *theory of capital structure* yang berpendapat adanya struktur modal yang optimal dengan menyeimbangkan *tax-shield benefit* dengan *probability of financial distress*.

2.3. Financial Signalling

Teori ini berhubungan dengan konsep *monitoring cost* dan *agency relationship*. Manajer sebagai pihak yang *insider* yang mengetahui hal-hal yang pihak luar tidak ketahui dapat menggunakan perubahan struktur modal untuk

menyampaikan informasi mengenai keuntungan dan risiko dari perusahaan. Gaji dan *benefit* yang diterima oleh manajer tergantung pada nilai pasar dari perusahaan. dan hal ini memberi insentif bagi manajemen agar investor mengetahui bahwa perusahaan dalam keadaan *undervalued*. Namun kerap kali investor tidak begitu saja percaya bahwa nilai perusahaan dalam kondisi *undervalued* jika manajer hanya melakukan sejenis pengumuman biasa atau sejenisnya saja. Dengan demikian manajer dapat mengubah struktur modal dengan menerbitkan obligasi yang berarti meningkatkan *leverage* perusahaan yang berarti peningkatan terhadap risiko bangkrutnya perusahaan. Pada umumnya manajer secara kontraktual akan diberi sanksi oleh pemegang saham jika bangkrut terjadi. Dengan demikian jika manajer tetap menerbitkan hutang maka investor akan berkesimpulan bahwa manajer memiliki alasan yang cukup baik mengenai kondisi perusahaan sehingga investor yakin terhadap keputusannya. Hal ini dapat menjadikan kondisi perusahaan yang dicerminkan oleh harga saham tidak sebaik kondisi perusahaan yang sebenarnya. Hal yang utama pada teori ini ialah dalam menyampaikan informasi mengenai kondisi perusahaan investor lebih yakin akan tindakan nyata manajer dibandingkan dengan pengumuman biasa mengenai kondisi perusahaan yang sedang *undervalued*. Dengan demikian peningkatan *leverage* dapat ditangkap sebagai sinyal yang positif.

Teori ini berasumsi bahwa terdapat *asymmetric information* antara pihak manajemen dan pemegang saham. Manajer sebagai pihak internal mengetahui lebih banyak mengenai keuntungan dan risiko perusahaan, secara otomatis manajer juga mengetahui nilai saham dan obligasinya yang *undervalued* maupun *overvalued* (Van Horne, 2002). Akibatnya jika pihak manajemen perusahaan bertindak sesuai kepentingan pemegang saham, maka cenderung akan menerbitkan sekuritas yang nilainya *overvalued* di pasar. Dengan demikian perubahan struktur modal perusahaan dapat menjadi sinyal/informasi mengenai nilai perusahaan.

Berdasarkan penelitian Myers dan Majluf (1984) menemukan bahwa perusahaan akan menerbitkan saham ketika menilai saham yang sedang beredar *overvalued* dan akan menerbitkan obligasi ketika menilai saham yang sedang beredar *undervalued*. Investor melihat penerbitan obligasi sebagai berita baik,

sedangkan penerbitan saham sebagai berita buruk. Semakin tinggi *asymmetric information* maka reaksi perubahan harga saham akan semakin besar.

2.4. Teori Keagenan (*Agency Theory*)

Manajemen merupakan pihak yang dipercaya oleh para pemegang saham sebagai pemilik perusahaan untuk menjalankan perusahaannya, dalam hal ini fungsi kepemilikan dan pengendalian atas perusahaan menjadi terpisah. Dengan demikian, posisi manajemen dapat dilihat sebagai agen dari pemegang saham. Sementara itu, objektif pemegang saham dan manajemen sebagai agen dari pemegang saham dapat berbeda. Dengan semakin besar perusahaan, pemegang saham pun akan semakin banyak dan menyebar. Hal ini menyebabkan kendali/kontrol atas pihak manajemen untuk mengelola perusahaan sesuai dengan kepentingan pemegang saham menjadi lebih kecil.

Penelitian oleh Jensen dan Meckling (1986) tentang *agency theory* menyatakan *agency conflicts* berpotensi terjadi manajer memiliki arus kas berlebih dalam kendalinya sehingga dapat membuat manajer melakukan keputusan investasi yang kurang optimal. Pemegang saham dapat memastikan bahwa manajemen mengambil keputusan yang optimal jika ia diberikan insentif dan dimonitor oleh pemegang saham. Pemberian insentif dapat berupa opsi saham dan bonus, sementara memonitor dapat dilakukan dengan membuat kendali terhadap sang agen seperti mengaudit laporan keuangan, dan membatasi keputusan yang dapat diambil manajemen. Kegiatan memonitor ini tentunya memerlukan biaya, seperti biaya audit. Semakin sedikit kepemilikan manajer terhadap saham, maka semakin kecil juga kemungkinannya melakukan tindakan yang memaksimalkan kemakmuran pemegang saham sehingga kebutuhan untuk memonitor pemegang saham pun semakin besar.

Selain itu, untuk menghindari terjadinya *agency conflict* ini Jensen menyarankan untuk mendorong manajer melakukan pembayaran di masa depan yang pada akhirnya dapat menghilangkan kelebihan kas yang berada dalam kendali manajer. Salah satu cara yang dapat dilakukan ialah dengan meningkatkan *leverage* perusahaan. Johnson (1995) melakukan penelitian mengenai dampak tingkat *dividend payout* terhadap reaksi harga saham pada saat penerbitan

obligasi. Hasil penelitian menunjukkan bahwa terdapat hubungan yang signifikan dimana penerbitan obligasi akan lebih bermanfaat bagi perusahaan yang memiliki tingkat *dividend payout* yang rendah. Hal ini karena baik dividen maupun hutang merupakan substitusi dalam mengendalikan *agency problem*.

2.5. Hipotesis Efisiensi Pasar

Pasar disebut dalam keadaan efisien jika harga sekuritas dipasar telah mencerminkan dengan cepat dan sepenuhnya informasi relevan yang tersedia dipasar, *return* sekuritas dipasar konsisten dengan *risk*-nya sehingga tidak terdapat *mispricing*. Informasi yang beredar dipasar mencakup informasi masa lalu maupun informasi sekarang ditambah dengan informasi yang telah diduga seperti pemotongan suku bunga yang akan dilakukan oleh bank sentral. Implikasi dari pasar yang efisien ialah investor tidak dapat memperoleh *abnormal return* (*return* yang tidak sesuai dengan *risk*-nya) dengan menggunakan informasi yang tersedia karena harga saham langsung menyesuaikan kepada keseimbangan baru segera setelah informasi tiba di pasar (Jones, 2007).

Fama (1970) membagi bentuk efisiensi pasar ke dalam tiga kategori, yaitu:

1. *Weak form*, dimana harga sekuritas telah mencerminkan informasi masa lalu seperti data mengenai harga dan volume sekuritas. Efisiensi bentuk ini diuji dengan menggunakan *run test*.
2. *Semistrong form*, harga sekuritas mencerminkan semua informasi publik yang tersedia dipasar termasuk informasi masa lalu dan yang sekarang, seperti pengumuman laba, perubahan kebijakan akuntansi, pengembangan produk baru, dan *corporate action* (misalnya pengumuman *stock split*). Metode *event study* digunakan untuk menguji efisiensi pasar bentuk ini.
3. *Strong form*, di dalam pasar bentuk ini semua informasi telah tercermin di harga sekuritas termasuk data internal (*private*) perusahaan. Dengan demikian tidak ada investor yang dapat memperoleh *abnormal return* termasuk pihak internal perusahaan.

2.6. Obligasi

2.6.1. Pengertian Obligasi

Obligasi merupakan salah satu bentuk dari hutang jangka panjang yang diterbitkan oleh perusahaan. Hutang jangka panjang mengandung arti bahwa penyelesaian hutangnya dilakukan dalam waktu lebih dari satu tahun atau satu siklus operasi bisnis yang mana diantaranya lebih lama. Dari sisi investor obligasi dipandang sebagai *fixed income securities*, hal ini karena pada umumnya dengan berinvestasi pada obligasi investor akan mendapatkan *return* berupa bunga (*coupon*) yang akan dibayarkan secara periodik oleh penerbit, namun pada praktiknya terdapat juga obligasi yang tidak membayarkan bunga sama sekali, seperti pada *zero coupon bond* yang diterbitkan secara diskonto (Rahardjo, 2003).

2.6.2. Karakter Obligasi

Beberapa karakter obligasi antara lain (Rahardjo, 2003):

a. Nilai penerbitan

Pada penerbitannya perusahaan dengan jelas menyatakan berapa jumlah dana yang dibutuhkan dan hal ini tercermin pada nilai obligasi yang ditawarkan. Nilai yang diterbitkan disesuaikan dengan kemampuan dan kinerja perusahaan

b. Jangka waktu

Penerbitan obligasi memiliki jangka waktu pembayaran yang bermacam-macam pada umumnya antara 5-30 tahun, namun kebanyakan menerbitkan dalam jangka waktu lima tahun. Semakin lama jangka waktunya maka investor mengharapkan return yang lebih tinggi, hal ini karena dengan semakin lama jangka waktunya maka obligasi tersebut menjadi semakin berisiko bagi investor, risiko tersebut seperti risiko likuiditas dan risiko jatuh tempo.

c. Tingkat suku bunga

Pemberian return bagi investor didasarkan pada tingkat suku bunga, semakin tinggi suku bunga obligasi maka semakin tinggi *return* yang diberikan bagi investor yaitu semakin besar pembayaran bunga tiap periode atau diskonto yang lebih besar pada *zero coupon bond*. Penentuan suku bunga ini biasanya didasarkan pada suku bunga perbankan sebagai *risk free investment*, suku bunga obligasi kemudian ditambahkan premi berdasarkan karakter risiko yang dimilikinya.

d. Jadwal pembayaran bunga

Terdapat bermacam-macam periode pembayaran bunga, pada umumnya dibayarkan setiap semester atau triwulanan sesuai kesepakatan. Ketepatan pembayaran bunga ini berpengaruh pada reputasi perusahaan yang menerbitkan obligasi.

e. Jaminan

Beberapa penerbit obligasi memberikan jaminan bagi investor, hal ini dapat menjadi penarik karena dapat mengurangi kekuatiran investor terhadap ketidakpastian ketika terjadi permasalahan yang mengakibatkan penerbit menjadi gagal bayar (*default*). Jaminan pada umumnya berupa aset perusahaan.

2.6.3. Tujuan Penerbitan Obligasi

Pada umumnya tujuan perusahaan dalam menerbitkan obligasi ialah untuk mendapatkan pendanaan baik untuk ekspansi usaha, pembelian aset tetap, modal kerja, membiayai hutang yang akan jatuh tempo, pembelian saham perusahaan lain, hingga pembelian kembali saham sendiri (*buyback*).

Menurut Rahardjo (2003), tujuan perusahaan menerbitkan obligasi sebagai alternatif pembiayaan antara lain:

a. Mendapatkan pendanaan yang lebih fleksibel

Jumlah dana pada penerbitan dapat disesuaikan dengan kebutuhan perusahaan dan disesuaikan pertimbangan faktor-faktor lain seperti arus kas perusahaan, jumlah hutang yang sedang ditanggung, dan prospek bisnis kedepan. Sementara dengan pinjaman bank pada umumnya lebih sulit terutama saat kondisi keuangan perusahaan tidak dalam kondisi yang baik. Hal ini dikarenakan pada prinsip kehati-hatian bank mensyaratkan jaminan dan kondisi keuangan tertentu pada perusahaan. Besarnya pinjaman yang dapat diterima oleh perusahaan juga tergantung besarnya jaminan yang dapat diberikan perusahaan.

b. Pinjaman dengan tingkat suku bunga fleksibel

Sama seperti dalam menentukan jumlah dana yang dibutuhkan, penentuan suku bunga juga dapat disesuaikan menurut kondisi perusahaan. Pada pinjaman bank penentuan suku bunganya lebih berpihak kepada kepentingan pihak bank.

c. Alternatif pembiayaan di pasar modal

Selain dengan menerbitkan saham perusahaan dapat menerbitkan bond untuk mendapatkan pembiayaan. Dalam praktiknya obligasi memiliki kelebihan dibanding saham sehingga menjadi pertimbangan bagi perusahaan dalam mencari sumber pendanaan. Untuk lebih jelasnya pada Tabel 2.1. dipaparkan mengenai perbandingan antara karakter obligasi dan saham.

Tabel 2.1. Perbandingan Karakter Obligasi dan Saham

	Obligasi	Saham
Jenis aset	Jangka pendek/panjang	Jangka panjang
Risiko aset	Relatif kecil	Relatif besar dan tidak pasti
Siklus bisnis	Stabil	Fluktuatif
Term & Kondisi		
Jangka waktu	Terbatas	Tidak terbatas
Biaya modal	Suku bunga/kupon	Dividen
Instrumen	Variatif/beragam	Terbatas
Struktur biaya	<i>Fixed/Floating</i>	Persentase laba bersih
Wanprestasi	Kreditur memiliki hak klaim	Hak klaim terakhir
Legal		
Hak suara	Tidak ada dalam RUPS	Berhak dalam RUPS
Pajak	Bunga dibayarkan sebagai pengurang pajak (<i>tax shield</i>)	Pajak ditetapkan sebelum dividen dibayarkan
Pailit	Kreditur memiliki hak klaim	Hak terakhir atas klaim aset

Sumber: Rahardjo (2003)

2.6.4. Jenis Obligasi

Untuk menyesuaikan terhadap keinginan baik investor maupun penerbit, inovasi bentuk obligasi pun semakin beragam. Inovasi dalam penawaran obligasi ini dapat membuatnya menjadi semakin fleksibel sehingga menjadi instrumen keuangan yang lebih menarik yang berdampak pada penurunan pendanaan dengan

yield yang relatif rendah. Selain itu inovasi juga dapat memberikan fleksibilitas bagi penerbit untuk dapat melunasi hutang lebih dini jika seandainya muncul pendanaan dengan biaya yang lebih murah. Namun hal ini tentunya harus dibayar dengan *yield* yang lebih tinggi atau risiko *reinvestment* yang ditanggung oleh investor.

Beberapa jenis obligasi berdasarkan kategorinya masing-masing (Rahardjo, 2003):

1. Berdasarkan *Issuer* atau Penerbit: *Government Bond*, *Municipal Bond*, dan *Corporate Bond*.
2. Berdasarkan suku bunga: *Fixed Rate Bond*, *Floating rate Bond*, *Mixed rate Bond*, dan *Zero coupon Bond*.
3. Berdasarkan kepemilikan: *Register Bond* dan *Bearer Bond*.
4. Berdasarkan jaminan: *Guaranteed Bond*, *Mortgage Bond*, *Collateral Trust Bond*, *Equipment Bond*, dan *Debenture Bond*.
5. Berdasarkan pelunasan: *Serial Bond*, *Callable Bond*, *Putable Bond*, *Sinking Fund Bond*, *Convertible Bond*, dan *Perpetual Bond*.
6. Berdasarkan penukaran: *Convertible Bond* dan *Exchangeable Bond*.
7. Berdasarkan Lokasi penerbitan: *Domestic Bond* dan *International Bond*.

Dalam penelitian ini jenis obligasi yang diteliti ialah obligasi yang diterbitkan oleh perusahaan atau *corporate bond* dengan suku bunga mengambang ataupun tetap, dan berdenominasi rupiah maupun dolar.

2.6.5. Peringkat Obligasi

Dalam berinvestasi, investor obligasi perlu mengenali profil obligasi yang akan mereka beli. Investor perlu menentukan dengan tepat *return* dan risiko pada obligasi tersebut. Untuk dapat menilai risiko yang ada pada obligasi, maka investor memerlukan informasi mengenai kondisi perusahaan seperti kinerja, manajemen, dan bisnisnya terkait dengan kemampuannya untuk memenuhi perjanjian yang melekat pada obligasi yang diterbitkan. Terdapat beberapa pihak institusi yang bekerja untuk menilai kondisi perusahaan penerbit dan melaporkan

hasil pengamatannya dalam bentuk *rating* (peringkat) obligasi. Pihak institusi ini biasa disebut sebagai Lembaga Pemeringkat (*rating company*) dan bertugas untuk melakukan evaluasi dan analisis atas kemungkinan macetnya pembayaran surat utang (Rahardjo, 2003). Beberapa lembaga pemeringkat asing antara lain: S&P (Standard & Poors) dan Moody's Investors, sedangkan di Indonesia lembaga pemeringkat ada PEFINDO (Pemeringkat Efek Indonesia) dan PT Kasnic Credit Rating Indonesia.

Masing-masing lembaga pemeringkat ini memiliki karakteristik simbol peringkat yang berbeda-beda namun memiliki pengertian yang sama (Rahardjo, 2003). Misalnya peringkat Aaa yang diberikan oleh Moodys memiliki pengertian yang sama dengan peringkat AAA yang diberikan oleh S&P, begitu juga dengan peringkat idAAA yang diberikan oleh Pefindo. Urutan peringkat dari kualitas surat hutang yang paling tinggi ialah AAA, AA, A, BBB, BB, B, CCC, CC, C, hingga D yang merupakan peringkat paling rendah dan memiliki kualitas *default*. Dengan demikian, semakin rendah peringkat suatu obligasi maka semakin tinggi risiko investasi pada obligasi tersebut. Sementara untuk dapat diterbitkan pada Bursa Efek Indonesia (BEI) disyaratkan minimal hasil pemeringkatan obligasi ialah BBB- atau biasa disebut *investment grade* (di bawah BBB- biasa disebut *non-investment grade bonds* dengan karakteristik *speculative/high yield*).

2.7. Penawaran Umum Obligasi

2.7.1. Persyaratan Penawaran Umum Obligasi

Persyaratan penerbitan obligasi di Bursa Efek Indonesia (sebelumnya Bursa Efek Surabaya) adalah sebagai berikut (Fakhrudin, 2008):

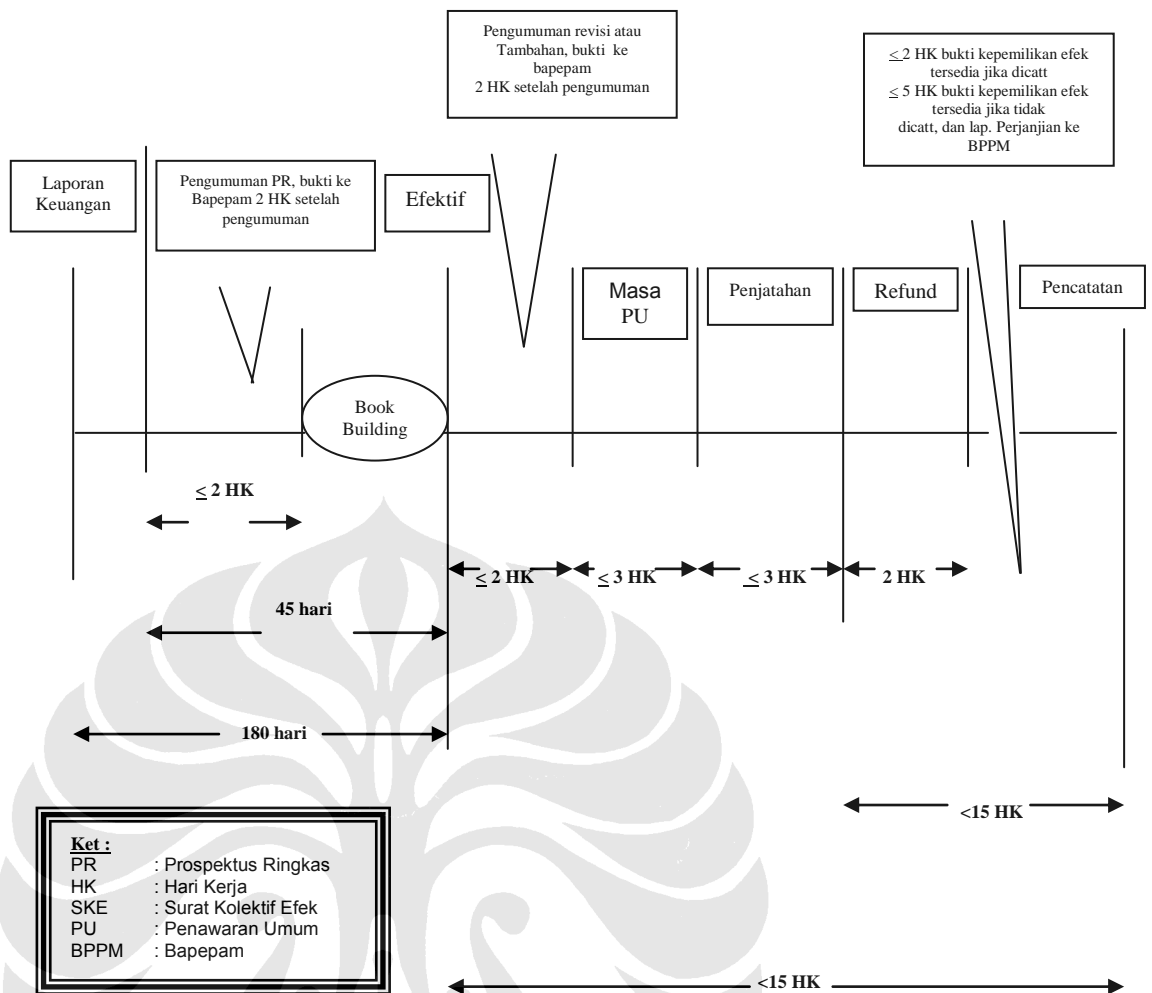
- Badan Hukum
- Beroperasi minimal 3 tahun
- Ekuitas minimal 20 miliar
- Menghasilkan laba usaha untuk 1 tahun terakhir
- Pernyataan Pendaftaran telah Efektif

- Laporan keuangan telah diaudit untuk 3 tahun terakhir berturut-turut dengan sekurang-kurangnya memperoleh pendapat Wajar dengan Pengecualian
- Hasil Pemeringkatan Efek sekurang-kurangnya BBB- (*investment grade*)

2.7.2. Proses Penawaran Umum Efek di Indonesia

Terdapat beberapa prosedur yang harus dilakukan sebelum obligasi yang diterbitkan benar-benar jatuh ketangan investor, prosedur ini cukup panjang dan bahkan bisa membutuhkan waktu hingga berbulan-bulan. Gambar 2.2 menjelaskan urutan prosedur/kronologis dalam menerbitkan obligasi.

Dari gambar tersebut dapat dilihat penawaran umum obligasi kepada publik dilakukan setelah obligasi dinyatakan efektif dan penawaran umum harus dilakukan paling lama lima hari kerja setelah pernyataan efektif dikeluarkan oleh BAPEPAM-LK sebagai regulator pasar modal. Peraturan ini tertulis pada Pasal 70 ayat (1) Undang-undang Nomor 8 tahun 1995 tentang Pasar Modal (UUPM) yang menyebutkan bahwa “*Yang dapat melakukan Penawaran Umum hanyalah Emiten yang telah menyampaikan Pernyataan Pendaftaran kepada Bapepam untuk menawarkan atau menjual Efek kepada masyarakat dan Pernyataan Pendaftaran tersebut telah efektif*”. Hal ini berbeda dengan metode penerbitan sekuritas yang dilakukan di U.S. yang sejak November 1983 telah menetapkan the SEC rule 415 yaitu penerbitan sekuritas dengan menggunakan metode *shelf registrations*. Metode ini memungkinkan bagi perusahaan besar untuk dapat menjual sekuritas yang telah didaftarkan dan mendapatkan pernyataan efektif dalam kurun waktu dua tahun. Jadi sekuritas yang akan diterbitkan tidak wajib untuk ditawarkan seluruhnya pada masa penawaran umum seperti prosedur penerbitan obligasi di Indonesia. Salah satu keunggulannya ialah perusahaan dapat fleksibel dalam memilih waktu yang *favourable* untuk menjual sekuritasnya sehingga sesuai kondisi pasar yang diinginkan. Metode penerbitan ini lebih banyak digunakan pada penerbitan obligasi dibandingkan dengan saham preferen dan saham biasa.



Gambar 2.2. Proses Penawaran Umum di Indonesia

Sumber: Website BAPEPAM dan LK (Feb. 2009)

8. Penelitian Empiris Sebelumnya

Terdapat beberapa penelitian yang telah dilakukan untuk mengetahui reaksi pasar saham terhadap penerbitan sekuritas baru oleh perusahaan baik berupa hutang maupun ekuitas baru. Penelitian yang dilakukan mencoba berdasarkan teori-teori seperti *agency theory*, *asymmetric information*, *static theory of finance*, dan *free cash flow theory*. Myers dan Majluf (1984) melakukan penelitian terhadap reaksi harga saham pada penerbitan sekuritas baru dalam kondisi asimetri dimana manajemen lebih mengetahui nilai perusahaan dibandingkan calon investor. Hasil yang didapat reaksi harga saham negatif namun besarnya reaksi negatif saham tergantung pada tingkat risiko sekuritas

tersebut. Saham yang memiliki risiko yang paling tinggi mendapatkan reaksi yang paling negatif sedangkan *default-risk free debt* tidak terdapat reaksi harga yang negatif. Miller dan Rock (1985) melakukan penelitian terhadap keputusan keuangan perusahaan yang juga dalam kondisi asimetri. Pada efek terhadap pendanaan perusahaan ditemukan bahwa reaksi harga saham perusahaan bergantung pada apakah pendanaan tersebut diharapkan atau tidak oleh investor. Jika pada saat penerbitan sekuritas baru *internal cash flow* perusahaan diharapkan positif maka oleh investor pendanaan eksternal tidak diharapkan sebelumnya sehingga pendanaan eksternal menjadi *bad news* bagi investor, begitu juga sebaliknya.

Dann dan Mikkelson (1984) melakukan penelitian mengenai reaksi harga saham pada saat penerbitan hutang. Pengujian dilakukan pada *convertible* dan *straight debt*. Saham bereaksi negatif pada dan signifikan baik pada saat pengumuman awal maupun pada penerbitan *convertible debt*. Namun reaksi harga saham pada saat penerbitan *non-convertible debt* hanya secara marginal negatif pada saat pengumuman dan nol pada saat penerbitan. Diduga penawaran *convertible debt* memberikan informasi yang *unfavorable* mengenai perusahaan, namun karakter khusus dari informasi tersebut belum dapat diidentifikasi. Eckbo (1985) juga meneliti pengaruh harga saham terhadap penawaran hutang oleh perusahaan. Sampel yang digunakan dalam jumlah besar sebanyak lebih dari 700 penawaran dengan *straight debt* sebanyak 459 sampel. Hasil yang diperoleh sama seperti penelitian Dann dan Mikkelson (1985) yaitu tidak terdapat reaksi harga yang signifikan pada *straight debt* dan reaksi yang negatif dan signifikan pada *convertible debt*. Mikkelson dan Partch (1986) menemukan hasil yang mendukung penelitian Myers dan Majluf (1984) yaitu reaksi saham yang negatif bagi penerbitan saham dan *convertible debt* serta reaksi yang negatif dan tidak signifikan pada penerbitan saham preferen dan *straight debt*. Sementara pada pengumuman persetujuan kredit mendapat reaksi harga yang positif.

Jensen (1986) melakukan penelitian terhadap hubungan *agency costs of free cash flow* dengan struktur modal perusahaan. *Free cash flow* didefinisikan sebagai sisa arus kas setelah pendanaan untuk seluruh proyek yang memiliki NPV positif terpenuhi. Nilai arus kas sisa yang substansial dapat menimbulkan konflik

antara pemegang saham dan manajer-manajer perusahaan. Sehingga permasalahannya ialah bagaimana untuk memotivasi para manajer untuk tidak menggunakan arus kas berlebih tersebut secara efisien atau menginvestasikannya kedalam proyek dengan *return* di bawah *cost of capital*.

Jensen (1986) mencoba menjelaskan manfaat dari hutang dalam mengurangi *agency cost of free cash flow* dan bagaimana hutang dan menjadi pengganti untuk *dividen*. Walaupun manajer dengan arus kas yang berlebih dapat melakukan peningkatan dividen atau membeli kembali saham yang beredar untuk menghindari penggunaan kas yang sia-sia atau diinvestasikan pada proyek dengan *return* yang rendah, namun komitmen untuk membayarkan arus kas di masa depan tersebut dinilai lemah. Fakta bahwa penurunan harga saham yang signifikan terjadi saat terjadi pemotongan dividen konsisten dengan *agency cost of free cash flow*. Penerbitan hutang tanpa menyimpan (*retention*) hasil dari penerbitan membuat manajer lebih efektif dalam komitmennya untuk membayarkan arus kas dimasa depan. Penerbitan hutang dalam hal ini memiliki pengertian bahwa penerbitannya dilakukan untuk menggantikan saham yang beredar dalam struktur modal perusahaan dengan menggunakan dana hasil penerbitan hutang tersebut untuk membeli kembali saham yang beredar sehingga hasil penerbitan hutang tidak menambah jumlah kas pada perusahaan (penyimpanan hasil penerbitan hutang dalam bentuk kas akan justru menambah jumlah kas diperusahaan dan meningkatkan risiko inefisiensi). Hal ini dinilai sebagai substitusi yang efektif bagi dividen. Penggunaan hutang mengurangi *agency cost of free cash flow* dengan mengurangi jumlah arus kas yang dapat dikeluarkan dibawah kendali manajer.

Efek pengendalian dari hutang ini dinilai sebagai determinan yang potensial bagi struktur modal suatu perusahaan. Pendapat ini didukung oleh bukti empiris yang didapat pada penelitiannya terhadap perusahaan yang melakukan *financial restructuring*. Hampir seluruh perusahaan yang melakukan transaksi yang meningkatkan *leverage* seperti pembelian kembali saham, pertukaran obligasi dan/atau saham preferen saham biasa, pertukaran obligasi terhadap saham preferen berdampak pada peningkatan positif yang signifikan pada harga saham. Sementara pada transaksi yang mengurangi *leverage* perusahaan harga saham

menurun secara signifikan. Dengan demikian pada penelitiannya disebutkan bahwa *free cash flow theory*, kecuali pada perusahaan yang memiliki proyek yang menguntungkan namun tidak mendapatkan dana, memprediksi bahwa harga saham akan meningkat dengan peningkatan *payout* yang tidak diharapkan sebelumnya (atau komitmen untuk peningkatan) bagi *shareholder*. Begitu juga sebaliknya bila terjadi transaksi yang mengurangi *leverage* perusahaan seperti penerbitan saham baru, menerbitkan saham baru untuk membeli kembali hutang atau saham preferen, dan mengeksekusi *convertible bond* dan *convertible preferred* menjadi saham biasa akan berdampak pada penurunan harga saham yang signifikan.

Konsisten dengan hal tersebut maka *free cash flow theory* memprediksi bahwa, kecuali pada perusahaan yang memiliki proyek yang menguntungkan yang belum didanai, harga saham akan naik jika terjadi peningkatan *payout* kepada pemegang saham dan sebaliknya harga saham akan turun jika terjadi penurunan *payout* atau permintaan dana baru. Salah satu pengecualian pada *leverage-increasing transactions* ini ialah penerbitan hutang (semua jenis). Penerbitan hutang ini mendapatkan reaksi penurunan harga saham (sebagian tidak signifikan). Walaupun transaksi ini juga meningkatkan *leverage* perusahaan namun tidak digunakan untuk membeli kembali saham yang beredar sehingga justru akan meningkatkan jumlah kas dalam kendali manajemen. Hal ini konsisten dengan *free cash flow theory*.

Terdapat beberapa penelitian mengenai reaksi harga saham terhadap penerbitan sekuritas baru dengan menggunakan sampel *Real Estate Investment Trusts* (REITs). REITs disahkan oleh kongres Amerika Serikat pada tahun 1960 untuk menyediakan sarana bagi investor-investor kecil dalam melakukan investasi jangka panjang yang pasif namun tetap likuid pada kepemilikan *real estate* dan pendanaannya. Disamping itu juga agar pihak *real estate* dapat memiliki akses pada pasar modal Amerika Serikat. REITs juga disahkan menjadi entitas bebas pajak dengan syarat memenuhi kriteria tertentu yang diantaranya ialah kewajiban membayarkan minimal 95% dari laba bersih sebelum pajaknya dalam bentuk dividen. Karena tidak membayar pajak atas laba bersih maka REITs digunakan untuk mengeliminasi faktor pajak (*tax benefit*) pada penelitian terhadap struktur

modal sehingga dapat lebih fokus pada faktor lain terutama *asymmetric information* dan *agency costs* (Francis, Lys, dan Vincent, 2004). Selain itu, aturan yang mewajibkan REITs membayar 95% dari laba bersih sebagai dividen membuat perusahaan akan relatif lebih sering melakukan akses ke pasar modal untuk mendapatkan dana untuk membiayai proyek investasi yang menguntungkan.

Penelitian mengenai reaksi harga saham yang dilakukan oleh Howe dan Shilling (1988) menggunakan sampel REITs yang menerbitkan hutang dan saham baru. Dari total penerbitan hutang sebanyak 47% hutang bank, 41% obligasi *callable*, dan sisanya obligasi *noncallable* dan hutang jenis lainnya. Berdasarkan *static theory of capital structure*, *net tax gain* bagi *corporate borrowing* adalah negatif (atau tidak positif) bagi perusahaan yang tidak memiliki *marginal tax rate*. Dengan demikian diduga reaksi harga saham pada penerbitan hutang oleh REITs adalah negatif. Namun, hasil penelitian yang diperoleh tidak konsisten dengan logika *static theory of capital structure* tersebut karena pasar justru bereaksi positif terhadap pengumuman hutang. Namun kebanyakan reaksi positif terjadi pada pengumuman hutang jangka pendek. Reaksi saham positif yang didominasi oleh hutang jangka pendek ini konsisten terhadap penerbitan hutang sebagai suatu *signalling mechanism* (*Flannery's model*).

Penelitian lain yang menguji reaksi harga saham terhadap penerbitan sekuritas baru dengan menggunakan sampel REITs dilakukan oleh Howton dan Howton (2000). Sampel yang digunakan sebanyak 74 REITs pada periode 1991-1997. Penelitian difokuskan kepada *straight debt* dan hasil yang ditemukan harga saham tidak bereaksi secara signifikan pada hari pengumuman *straight debt*. Hasil ini berbeda dengan penelitian oleh Howton, Howton, dan Perfect (1998) yang menggunakan sampel industrial. Perbedaan penggunaan sampel ini mungkin yang menyebabkan terjadinya perbedaan reaksi saham. Hasil lainnya ialah variabel penjelas yaitu variabel sisa kas perusahaan dan variabel kesempatan investasi tidak signifikan yang mendukung argumen bahwa REITs tidak memiliki permasalahan *free cash flow* seperti yang terdapat pada sampel industrial.

Johnson (1995) melakukan penelitian terhadap hutang sebagai substitusi bagi dividen sebagai alat dalam mengontrol *free cash flow* perusahaan dengan

mengurangi *agency problems* dan *asymmetric information*. Penelitian dilakukan dengan memeriksa perbedaan reaksi harga saham antara perusahaan yang memiliki *dividend payout* yang rendah dengan perusahaan yang memiliki *dividend payout* yang tinggi pada saat penerbitan *straight debt*. Tidak terdapat *abnormal return* yang signifikan. *Abnormal return* yang tidak signifikan ini konsisten dengan penelitian-penelitian sebelumnya mengenai penerbitan obligasi (*straight bond*). Sementara hasil regresi antara *abnormal return* dengan *dividend payout ratio* mendukung argumen bahwa hutang merupakan substitusi bagi dividen sebagai alat kontrol *free cash flow* perusahaan. Reaksi saham adalah positif dan signifikan pada perusahaan yang memiliki *dividend payout* yang rendah, namun ini hanya terjadi pada perusahaan yang *low growth*, sedangkan pada perusahaan yang *high growth* reaksi saham tidak berbeda secara signifikan dari nol. Hal ini mendukung argumen bahwa perusahaan *low growth* memiliki masalah *free cash flow* yang lebih besar. Sementara pada perusahaan yang memiliki *dividend payout* yang tinggi reaksi harga saham tidak berbeda secara signifikan.

Didasarkan atas penelitian Jensen (1986), Perfect (1998) melakukan penelitian yang lebih mendalam dengan menginvestigasi hubungan antara penerbitan obligasi dengan *proxies* bagi karakter perusahaan yang mengarah kepada *free cash flow problem*. Disamping itu penelitian juga menggunakan jumlah sampel yang lebih besar dibandingkan dengan jumlah sampel pada penelitian sebelumnya. *Costs of free cash flow* sesuai dengan pembahasan pada penelitian Jensen (1986) muncul ketika para manajer memiliki tingkat kas yang tinggi dan sedikit kesempatan investasi yang menguntungkan berangkat dari hal tersebut maka ia menguji hubungan antara reaksi pasar saat penerbitan obligasi dan *proxies* untuk tingkat kas yang tersedia bagi manajer dan juga *firm's investment opportunity set*. Hasil dari *event study* adalah terdapat *abnormal return* yang negatif dan signifikan. Hasil ini berbeda dengan penelitian sebelumnya yang tidak menemukan *abnormal return* yang signifikan. Diduga hasil yang berbeda ini disebabkan oleh penggunaan sampel yang lebih banyak dan periode penelitian yang berbeda. Hasil dari regresi adalah tingkat kas yang dimiliki perusahaan berhubungan negatif dengan reaksi pasar pada saat pengumuman penerbitan

obligasi dan hasil ini konsisten dengan argumen Jensen. Namun reaksi pasar juga berhubungan negatif dengan *firm's investment opportunities* yang bertentangan dengan argumen Jensen mengenai *free cash flow* karena seharusnya semakin besar kesempatan investasi yang dimiliki oleh perusahaan justru mengurangi kemungkinan kas diinvestasikan pada proyek yang memiliki *return* yang tidak optimal sehingga mengurangi *potential agency problem*.

Pada tahun 1991 Shyam-Sunder melakukan penelitian untuk melihat perbedaan reaksi saham terhadap obligasi yang berbeda risiko, dimana perbedaan risiko tersebut diukur dengan perbedaan peringkat obligasi. Hasil yang diperoleh ialah:

- Pengumuman penerbitan obligasi tidak menghasilkan reaksi harga saham yang signifikan. Hal ini konsisten dengan penelitiannya yang sebelumnya.
- Tidak terdapat perbedaan yang signifikan antara obligasi yang berbeda risikonya, dimana risiko dihitung dengan peringkat obligasi. Hal ini berbeda dengan yang penelitian oleh Myers dan Majluf (1984).
- Ukuran perusahaan tidak berpengaruh secara signifikan terhadap terhadap *abnormal return* pada saat penerbitan.
- Reaksi harga saham dengan penawaran metode *shelf registration* tidak berbeda dengan metode penawaran tradisional.
- Bagi sampel kecil perusahaan yang sedang melakukan aktifitas restrukturisasi, reaksi harga saham tidak berbeda dengan perusahaan yang tidak berada dalam aktifitas restrukturisasi.

2.9. Pengembangan Hipotesis

Penerbitan obligasi yang tidak digunakan untuk membeli kembali saham merupakan transaksi yang meningkatkan kas di bawah kendali manajemen, sehingga menurut pendapat Jensen (1984), walaupun transaksi ini meningkatkan *leverage* perusahaan ia dikecualikan dari kriteria transaksi peningkatan *leverage*

yang mengurangi *agency problem* dan justru mendapatkan reaksi harga yang negatif pada saat penerbitannya, selain itu penerbitan obligasi juga sesuai dengan prediksi *free cash flow theory* bahwa permintaan dana baru akan mendapatkan reaksi penurunan harga saham. Pendapat Jensen ini dibuktikan kemudian oleh penelitian Perfect (1998) yang menemukan *abnormal return* negatif pada saat penerbitan obligasi. Hipotesisnya ialah:

H1: Terdapat *abnormal return* negatif saham yang signifikan pada saat penerbitan obligasi

Dalam menguji substitusi antara hutang dan dividen dalam fungsinya sebagai kontrol atas *free cash flow* Johnson (1995) melakukan penelitian mengenai perbedaan reaksi harga saham saat pengumuman penerbitan obligasi dengan membedakan antara perusahaan yang memiliki *dividend payout* yang rendah dan tinggi. Dengan berdasarkan atas argumen Jensen (1984) maka ia berpendapat bahwa penerbitan hutang akan lebih bermanfaat bagi perusahaan dengan *dividend payout* yang rendah, yang dengan kata lain ia menyebutkan bahwa karena hutang dan dividen kedua-duanya adalah *input* bagi sebuah kontrol atau *signaling process*, maka produk marjinal dari yang satu tergantung pada besar input yang lainnya. Oleh karena itu, perusahaan yang memiliki *dividend payout* yang lebih rendah akan mendapatkan reaksi harga yang lebih positif. Hasil penelitiannya membuktikan bahwa *dividend payout* berpengaruh negatif dan signifikan terhadap *abnormal return* saham. Dengan demikian, hipotesis penelitian pada hubungan antara *dividen payout* dengan reaksi harga pada penelitian ini ialah:

H2: *Dividend payout* berpengaruh negatif pada reaksi harga pada saat penerbitan obligasi

Perfect (1998) dalam penelitiannya mengenai hubungan antara reaksi harga saham pada saat penerbitan obligasi dengan *free cash flow problem* dengan menggunakan *proxy* kas yang tersedia dalam kendali manajemen untuk mengukur potensi terjadinya *agency problem* pada perusahaan. Perusahaan yang memiliki kas yang relatif lebih banyak tidak membutuhkan dana seperti perusahaan

yang memiliki kas yang lebih sedikit. Karena tambahan kas baru pada perusahaan yang memiliki kas yang banyak justru akan menambah kas yang ada dibawah kendali manajemen, sedangkan tambahan kas baru pada perusahaan yang memiliki kas yang rendah lebih besar memiliki peluang untuk diinvestasikan pada proyek yang menguntungkan. Dengan demikian pada penerbitan obligasi, perusahaan yang memiliki kas yang lebih rendah akan mendapatkan reaksi harga yang lebih positif dibandingkan dengan perusahaan yang memiliki jumlah kas yang lebih tinggi. Dengan demikian hipotesisnya ialah:

H3: Jumlah kas yang ada di bawah kendali manajemen berpengaruh negatif pada reaksi harga pada saat penerbitan obligasi

Penelitian terhadap pengaruh perbedaan peringkat obligasi dengan reaksi harga saham pada saat penerbitan obligasi sesuai dengan penelitian yang dilakukan Shyam-Sunder (1991). Shyam-Sunder mendasarkan penelitiannya pada argumen Myers dan Majluf (1984) yang menyatakan bahwa penerbitan sekuritas yang berisiko memiliki efek yang negatif karena diinterpretasikan sebagai upaya untuk memaksimalkan nilai bagi *shareholders* yang telah ada dengan membebankan pada investor yang baru. Sementara itu, penerbitan *safe securities* tidak berdampak atau berdampak positif pada harga saham. Dengan menggunakan menggunakan peringkat obligasi sebagai *proxy* terhadap risiko obligasi dengan peringkat AAA sebagai peringkat tertinggi dan memiliki risiko yang paling rendah maka dibangun hipotesis:

H4: Peringkat obligasi berpengaruh positif pada reaksi harga pada saat penerbitan obligasi