

# BAB 1

## PENDAHULUAN

### 1.1. Latar Belakang

Perusahaan yang dibangun oleh pemilik modal bertujuan untuk menjalankan bisnis yang dapat memberikan *return* tertentu bagi pemilik modal. Dalam menjalankan bisnisnya, secara umum perusahaan harus memiliki aset-aset untuk menghasilkan produk maupun jasa yang akan memenuhi permintaan konsumen. Dalam menyediakan aset-aset yang dibutuhkan, perusahaan memerlukan modal baik modal pada awal pendirian perusahaan maupun pada saat operasi perusahaan telah berlangsung. Pendanaan (*financing*) adalah bertujuan untuk menyediakan modal yang dibutuhkan oleh perusahaan. Pendanaan tersebut bersumber baik dari internal maupun eksternal perusahaan. Pendanaan secara internal menggunakan dana yang berasal dari dalam perusahaan, seperti dana dari hasil usaha. Sedangkan pendanaan secara eksternal berasal dari luar perusahaan yaitu oleh investor baik dalam bentuk ekuitas (pemegang saham) maupun hutang jangka panjang (kreditor). Motivasi investor dalam memberikan pendanaan ialah mendapatkan *return* tertentu dari modal yang ditanamkannya.

Komposisi pendanaan perusahaan tersebut disebut struktur modal. Struktur modal ini yang biasa dicatat pada sisi kanan neraca perusahaan. Aktifitas pendanaan secara eksternal secara langsung berdampak pada perubahan struktur modal perusahaan. Hal ini dapat terjadi karena pendanaan eksternal mengakibatkan komposisi saham dan/atau hutang jangka panjang menjadi berubah. Perubahan struktur modal tentunya memberi dampak, baik bagi internal perusahaan, pemegang saham serta kreditor dan tentunya calon investor. Faktor pajak dan risiko keuangan (likuiditas dan solvabilitas) merupakan beberapa dari hal-hal yang berpengaruh pada nilai perusahaan dan menjadi pertimbangan investor baik kreditor maupun pemegang saham. Dalam pertimbangan mengenai faktor-faktor tersebut, salah satu fungsi dari manajemen keuangan ialah mengambil keputusan guna mengoptimalkan struktur modal agar memaksimalkan nilai pemegang saham. Manajemen dituntut untuk dapat menentukan keputusan

pendanaan perusahaan dengan mempertimbangkan berbagai alternatif sumber pendanaan baik itu melalui dana internal, obligasi, saham preferen, saham biasa dalam menyusun kombinasi struktur modal yang bermuara pada tujuan untuk memaksimalkan nilai pemegang saham.

Dalam menilai dampak perubahan struktur modal suatu perusahaan terhadap nilai pemegang saham, salah satu indikator yang dapat diamati ialah perubahan harga saham di sepanjang *event* yang berkaitan dengan proses perubahan struktur modal perusahaan. Pasar yang rasional akan menyesuaikan harga saham perusahaan terkait perubahan nilai perusahaan sebagai dampak dari perubahan struktur modal perusahaan. Cepat atau lambat penyesuaian itu terjadi bergantung pada tingkat efisiensi pasar seperti yang dijelaskan oleh *Efficient Market Theory*. Sementara bagaimana reaksi pasar terhadap perubahan struktur modal perusahaan dijelaskan oleh beberapa teori seperti: *pecking order theory*, *signaling theory*, dan *price pressure effect*.

Salah satu komponen dari struktur modal perusahaan ialah obligasi. Obligasi diklasifikasikan sebagai hutang jangka panjang yang memiliki karakter antara lain *return* (pembayaran bunga) rutin secara periodik dengan tingkat bunga mengambang maupun tetap dan memiliki masa jatuh tempo serta dijual ke publik, yang dalam artian secara umum setiap orang memiliki kesempatan untuk menjadi pemegang dari obligasi yang diterbitkan oleh perusahaan tersebut. Obligasi memiliki kelebihan dan kekurangan bila dibandingkan dengan alternatif pendanaan menggunakan saham. Kelebihan tersebut misalnya biaya modal yang lebih murah relatif lebih murah dibandingkan dengan penerbitan saham, dapat mengurangi *agency cost*, meningkatkan nilai perusahaan melalui *tax-shield*, dan kewajiban terhadap investor hanya terbatas sepanjang obligasi masih beredar. Sedangkan kekurangannya antara lain penerbitan obligasi mengurangi solvabilitas perusahaan sehingga dapat meningkatkan risiko keuangan perusahaan (*financial distress*), penerbitan obligasi juga meningkatkan *interest burden* perusahaan karena bunga (*coupon*) harus dibayarkan secara periodik, hal ini berbeda dengan saham yang pembagian dividen dapat disesuaikan besarnya terhadap laba periodik dan kebutuhan modal perusahaan. Dalam penawarannya kepada publik obligasi juga tak jarang diberi fitur tambahan seperti fitur *convertible*, *put provision*, dan

*floor* bagi obligasi yang memiliki suku bunga mengambang (*floating*) dengan tujuan untuk menurunkan besarnya *coupon* yang diinginkan oleh calon investor dan menurunkan biaya pendanaan yang ditanggung oleh perusahaan.

Dalam menjelaskan dampak penerbitan hutang bagi perusahaan, *static theory of capital structure* menyatakan bahwa nilai perusahaan dapat ditingkatkan melalui penggunaan hutang dengan cara mengoptimalkan *trade off* antara *tax benefit* dan *financial distress* dengan demikian jika hutang yang dimiliki masih di bawah titik optimal maka peningkatan hutang akan meningkatkan nilai perusahaan. Sementara itu dari sudut pandang lain Jensen (1986) melihat penggunaan hutang berguna bagi perusahaan dalam hal mengurangi *agency cost* bagi pemegang saham yaitu dengan mengikat manajemen terhadap perjanjian terkait hutang perusahaan sehingga lebih efisien dalam penggunaan sumber daya perusahaan. Namun hal ini berlaku bila peningkatan hutang digunakan untuk mensubstitusi ekuitas (*stock repurchases*). Sementara untuk penerbitan hutang yang tidak dilakukan untuk mensubstitusi ekuitas dan meningkatkan kas di bawah kontrol manajemen justru berdampak negatif bagi perusahaan tersebut karena semakin besar kemungkinan penggunaan sumber daya perusahaan secara inefisien.

Dengan melihat kinerja harga saham pada saat penerbitan obligasi dapat diketahui bagaimana tanggapan investor di BEI terhadap aksi korporasi ini, dimana akan diidentifikasi bahwa investor menilai positif jika reaksinya adalah *abnormal return* yang positif, begitu juga jika sebaliknya akan menghasilkan *abnormal return* yang negatif jika investor menilai hal ini negatif, serta tidak memiliki *abnormal return* yang signifikan jika investor menilai hal ini tidak berdampak apa-apa bagi nilai perusahaan. Penelitian ini juga menguji apakah perbedaan *dividend payout ratio*, tingkat kas yang ada di bawah kendali manajemen, serta perbedaan peringkat obligasi pada saat saham diterbitkan berpengaruh pada reaksi harga saham pada saat obligasi diterbitkan.

## **1.2. Perumusan Masalah**

Berdasarkan uraian dari latar belakang di atas, maka perumusan masalah dalam penelitian ini adalah:

1. Bagaimana reaksi saham pada saat penerbitan obligasi?
2. Apakah terdapat pengaruh *dividend payout ratio*, tingkat kas yang ada dalam kendali manajemen, dan peringkat obligasi terhadap reaksi harga saham perusahaan pada saat obligasi diterbitkan?

### **1.3. Tujuan Penelitian**

Adapun tujuan dari penelitian ini adalah:

- a. Mengetahui dampak penerbitan obligasi oleh perusahaan terhadap reaksi harga sahamnya dengan menggunakan pendekatan *event study*.
- b. Mengetahui pengaruh *dividend payout ratio*, tingkat kas yang ada dalam kendali manajemen, dan peringkat obligasi terhadap reaksi harga saham dengan melakukan regresi berganda.

### **1.4. Manfaat Penelitian**

Semakin pesatnya perekonomian di Indonesia merupakan dampak langsung dari peningkatan yang pesat pada bisnis di Indonesia. Peningkatan bisnis yang pesat ini berdampak pada peningkatan kebutuhan terhadap dana segar untuk membiayai perkembangan perusahaan. Terkait dengan kebutuhan dana yang meningkat tersebut tercermin pada peningkatan yang pesat terhadap penerbitan obligasi sebagai salah satu alternatif sumber pendanaan selama beberapa tahun ini. Hal ini tentunya membuka kemungkinan bagi penelitian terhadap obligasi perusahaan di Indonesia untuk kedepannya menjadi semakin intensif. Dengan demikian maka penelitian ini dapat bermanfaat sebagai acuan, referensi, atau perbandingan terhadap penelitian lain terkait obligasi perusahaan di Indonesia khususnya.

Dalam kaitan dengan manajemen perusahaan, penelitian ini dapat menjadi referensi untuk mengetahui persepsi pasar terhadap penerbitan obligasi, apakah dapat meningkatkan atau menurunkan nilai investasi mereka dengan berdasarkan pada *free cash flow theory* Jensen (1986). Hal ini dapat menjadi pertimbangan bagi perusahaan dalam menerbitkan obligasi dalam pertimbangan terhadap nilai investor. Selain itu juga, dengan mengidentifikasi pengaruh faktor *dividend payout ratio*, tingkat kas di bawah kendali manajemen, dan peringkat

obligasi saat diterbitkan terhadap reaksi harga maka dapat menjadi tambahan pertimbangan terhadap faktor-faktor tersebut dalam perencanaan penerbitan obligasi dalam upaya untuk mengoptimalkan nilai perusahaan.

Sementara itu, manfaat penelitian ini bagi investor ialah membantu dalam menilai harga wajar saham perusahaan terhadap kemungkinan terjadinya penyesuaian harga pada saat obligasi diterbitkan. Dengan melihat pengaruh beberapa variabel bebas terhadap *return* saham, maka dapat membantu investor dalam menentukan perlu tidaknya melakukan analisis terhadap variabel tersebut dalam menentukan keputusan investasi (*buy, hold, or sell*) atas perusahaan yang melakukan penerbitan obligasi.

## **1.5. Sistematika Penulisan**

### Bab 1 Pendahuluan

Latar belakang, perumusan masalah, tujuan, manfaat dan kerangka penulisan penelitian.

### Bab 2 Landasan Teori

Teori terkait penulisan antara lain teori *bond*, *efficient market hypothesis*, dan *event study* beserta penelitian sebelumnya yang relevan.

### Bab 3 Metode Penelitian

Kriteria pengumpulan sampel, desain penelitian, hipotesis penelitian, dan alat uji hipotesis.

### Bab 4 Analisis dan Pembahasan

Hasil dari pengolahan data dengan menggunakan metode penelitian yang dijelaskan pada bab sebelumnya dan menginterpretasikan hasil yang diperoleh tersebut.

### Bab 5 Kesimpulan dan Saran

Menyimpulkan hasil pengolahan data dan menarik implikasi yang terkait, keterbatasan penelitian serta memberikan saran.