

BAB I

PENDAHULUAN

1.1. Latar belakang

Pada saat ini, kebutuhan akan investasi memang telah menjadi sesuatu yang umum dilakukan oleh masyarakat mengingat adanya tingkat pengembalian yang diberikan atau bahkan dijamin untuk didapatkan oleh pihak yang melakukan investasi, terlepas dari risiko yang mungkin muncul (bila investor mengambil instrumen *risk-free investment*). Menurut definisinya, investasi adalah komitmen atas dana terhadap satu atau lebih aset yang akan dipegang atau dikuasai seseorang atau suatu pihak selama satu atau beberapa periode di masa yang akan datang. Investasi tentunya sangat berkaitan dengan manajemen kekayaan (*wealth management*) dari investor yaitu jumlah keseluruhan dari pendapatan saat ini serta nilai sekarang dari pendapatan di masa depan atau yang biasa disebut *present value* (Jones, 2004). Investor dapat memilih berbagai jenis alternatif investasi yang ada. Klasifikasi investasi secara umum dibagi menjadi dua kategori, yaitu:

1. Aset finansial (contoh: instrumen hutang/obligasi, instrumen modal/saham);
2. Aset riil (contoh: emas, perak, komoditi, properti).

Terlepas dari jenis instrumen diatas, pada saat ini pasar modal adalah salah satu tempat favorit para investor yang ingin melakukan investasi atas dana yang dimilikinya. Secara definisi, pasar modal adalah tempat berlangsungnya kegiatan yang berkaitan dengan penawaran umum dan perdagangan efek, perusahaan publik yang berkaitan dengan efek yang diterbitkannya, serta lembaga profesi yang berkaitan dengan efek (Undang Undang Nomor 8 tahun 1995 tentang Pasar Modal). Pasar modal Indonesia selama lima tahun terakhir memang tempat yang sangat potensial dan menarik untuk berinvestasi. Pasar modal menawarkan tingkat pengembalian yang relatif besar dibanding jenis instrumen investasi lainnya. Jika dibandingkan dengan deposito, obligasi, SUN, dsb, pasar modal memang memberikan keuntungan yang lebih menjanjikan. Secara rata-rata, pasar saham bahkan mampu memberikan *return* diatas 20% selama 10 tahun terakhir (Budi Frensidy, 2008). Pasar modal di Indonesia, terlepas dari tahun 2008 yang sempat anjlok akibat gejala krisis keuangan global, memang telah sangat berkembang dan

semakin menarik bagi para investor baik dalam dan luar negeri. Pada tahun 2007, Bursa Efek Indonesia secara membanggakan mencatat peringkat ketiga terbaik pada bursa saham Asia Pasifik setelah bursa Shenzhen dan Shanghai di China. Fakta yang ada menunjukkan bahwa pada akhir tahun 2007 lalu Indeks Harga Saham Gabungan ditutup pada level 2.739,704 (mengalami kenaikan sebesar 51,74% dibandingkan dengan penutupan akhir tahun 2006).

Banyak faktor yang mampu mempengaruhi investor untuk berinvestasi di suatu perusahaan. Namun, apapun faktornya, para investor tentu harus melakukan analisis rasio-rasio keuangan yang ada dalam laporan keuangan perusahaan. Hal ini dapat membantu investor dalam mengambil keputusan kuantitas dan kualitas investasi mereka serta membantu menilai bagaimana prospek kinerja perusahaan di masa yang akan datang. Analisis atas rasio keuangan akan sangat membantu untuk memberikan peringatan awal (*early warning*) atas kemunduran dari kondisi keuangan suatu perusahaan (Ohlson, 1980) atau sebaliknya (tanda-tanda kemajuan dari suatu perusahaan) sehingga investor dapat segera mempertimbangkan untuk berinvestasi di dalam perusahaan tersebut.

Berbagai riset dan penelitian di bidang keuangan menunjukkan bahwa karakteristik perusahaan (seperti *growth*, ukuran perusahaan, efisiensi, dll) akan sangat bermanfaat dalam memprediksi harga saham dan nilai perusahaan di masa depan. Johnson & Soenen (2003) menjelaskan dalam penelitiannya yang berjudul *Indicator of Successful Companies* yang menganalisa 478 perusahaan di Amerika pada periode 1982 – 1998. Mereka berupaya untuk mencari faktor yang bisa membedakan antara perusahaan yang relatif sukses dan relatif tidak sukses. Hasil penelitian mereka menunjukkan bahwa perusahaan yang berukuran besar dan *profitable*, dengan manajemen *working capital* yang efisien dan memiliki tingkat pengeluaran iklan atau beban promosi yang cukup tinggi menghasilkan kinerja yang lebih baik untuk meningkatkan *value of the firm* dalam tiga lingkup definisi, yaitu dalam meningkatkan Sharpe ratio, Jensen's *alpha*, dan EVA (*Economic Value Added*).

Secara khusus, topik mengenai *value of the firm* ini menjadi menarik karena topik ini dapat dianalisis dari berbagai sudut pandang. Misalnya dilihat dalam lingkup Price Earning Ratio (PER), Price to Book Value (PBV), Tobin's Q,

enterprise value, dll. Masing-masing metode memiliki keunggulan dan kelemahan masing-masing. Namun, menurut Damodaran (2002), metode yang menggunakan *enterprise value* memiliki lebih banyak keunggulan diantaranya bisa digunakan untuk membandingkan berbagai yang memiliki ukuran dan klasifikasi industri yang berbeda sehingga memudahkan untuk mengeneralisasi keadaan industri secara keseluruhan.

Berbeda dengan penelitian-penelitian sebelumnya, Skripsi ini akan membahas *value of the firm* dari lingkup *enterprise value*. Ada berbagai faktor pendorong yang mendasari penelitian dengan metode ini. Pertama, Analisis dan penelitian mengenai nilai perusahaan dari segi *enterprise value* masih cukup jarang ditemukan di dalam negeri. Tetapi, konsep *enterprise value* ini sudah cukup banyak dibahas diluar negeri. Kedua, Stowe, Robinson, dan McLeavy (2002) yang membahas mengenai *equity investment* yang mana salah satu alatnya adalah dengan metode *enterprise multiple* dengan penjelasan mengenai fleksibilitas dan akurasi yang lebih baik dibandingkan metode lain. Penelitian lain juga dilakukan Vallisuta (2006) yang menjelaskan valuasi ekuitas yang meliputi pedoman penggunaan *enterprise value* dan perhitungan secara detil *enterprise multiple* dalam berbagai kasus perusahaan dapat membantu investor untuk menilai keadaan industri secara keseluruhan. Ketiga, penelitian dengan basis *enterprise value* ini juga dapat sangat membantu investor karena nilai EV/EBITDA bisa membantu proses *forecasting earnings* yang akan didapatkan investor di masa depan. Rasio EV/EBITDA yang terlalu rendah menggambarkan bahwa suatu perusahaan *undervalued* dan bila investor berinvestasi disana kemungkinan mereka akan mendapat *return* yang lebih besar di masa depan. Berdasarkan penjelasan-penjelasan tersebut, penggunaan metode *enterprise value* di dalam skripsi ini diharapkan mampu berguna untuk pengguna serta dapat berperan sebagai pemicu penelitian selanjutnya yang lebih mendalam.

Pada sisi lain, struktur modal memiliki definisi perbandingan atau suatu perimbangan pendanaan jangka panjang perusahaan yang ditunjukkan oleh perbandingan hutang jangka panjang terhadap modal sendiri. Pemenuhan kebutuhan dana perusahaan dari sumber modal sendiri berasal dari modal saham, laba ditahan, dan cadangan. Jika dalam pendanaan perusahaan yang berasal dari

modal sendiri masih mempunyai kekurangan (defisit) maka perlu dipertimbangkan untuk melakukan pendanaan perusahaan yang bersumber dari luar, yaitu dari hutang (*debt financing*). Namun, dalam pemenuhan kebutuhan dana, perusahaan juga harus mencari alternatif-alternatif pendanaan yang dibutuhkan dengan kondisi yang paling efisien. Seharusnya, suatu pendanaan yang efisien akan terjadi bila perusahaan mempunyai struktur modal yang optimal. Struktur modal yang optimal dapat diartikan sebagai struktur modal yang dapat meminimalkan biaya penggunaan modal keseluruhan atau biaya modal rata-rata, sehingga memaksimalkan nilai perusahaan. Inilah salah satu tema besar yang akan dibahas dalam skripsi ini, yaitu mengenai sejauh mana pengaruh struktur modal terhadap nilai perusahaan yang ada di dalam Bursa Efek Indonesia.

Struktur modal juga telah menjadi salah satu hal yang dianggap paling penting oleh perusahaan dalam melakukan kegiatan bisnisnya. Ini disebabkan karena kebijakan mengenai struktur modal melibatkan trade off antara risiko dan tingkat pengembalian. Penambahan utang tentunya akan memperbesar risiko perusahaan tetapi sekaligus memperbesar tingkat pengembalian yang diharapkan. Risiko yang semakin tinggi akibat membesarnya utang biasanya akan cenderung menurunkan harga saham. Namun, hal tersebut mampu meningkatkan tingkat pengembalian yang bisa didapatkan perusahaan sehingga nantinya diharapkan akan menaikkan harga saham perusahaan. Oleh karena itu, struktur modal yang optimal adalah struktur modal yang mengoptimalkan keseimbangan antara risiko dan pengembalian sehingga memaksimalkan harga saham dan nilai perusahaan. Harga saham dan nilai perusahaan sendiri dipengaruhi oleh banyak faktor selain dari proporsi struktur modal perusahaan sehingga kita juga perlu menganalisis hubungan antara *capital structure* dengan aspek-aspek lain seperti likuiditas, solvabilitas, dan profitabilitas perusahaan. Berbagai jenis proporsi dalam tiap perusahaan yang berbeda cukup menarik untuk diperhatikan. Perusahaan di dalam industri yang sama pun belum tentu mempunyai struktur pendanaan yang sama.

Berdasarkan beberapa penelitian sebelumnya, faktor struktur modal telah terbukti mampu mempengaruhi *value of the firm* dan variabel keuangan lainnya. Euis & Taswan (2002) menyimpulkan bahwa kebijakan hutang memiliki hubungan positif dengan nilai perusahaan dari lingkup PBV. Penelitian lain oleh

Sujoko & Soebiantoro (2007) menyimpulkan bahwa tingkat profitabilitas, ukuran perusahaan, kebijakan dividen, dan kebijakan struktur modal adalah faktor yang mempengaruhi nilai *Tobin's Q* yang berperan sebagai *value of the firm*. Penelitian lain oleh Chaganti & Damanpour (1991) menjelaskan bahwa struktur kepemilikan perusahaan berpengaruh besar terhadap performa keuangan perusahaan walaupun tidak banyak berpengaruh terhadap *return* dari saham perusahaan tersebut. Terkait dengan hubungan struktur modal dengan rasio-rasio keuangan, Tri Anggraini (2007) menjelaskan bahwasanya rasio-rasio likuiditas berhubungan negatif dengan struktur modal, sedangkan rasio profitabilitas berhubungan positif dengan struktur modal perusahaan. Pendapat berbeda disampaikan oleh Ariyanto (2002) menyimpulkan bahwasanya rasio profitabilitas dan struktur kepemilikan ternyata berhubungan negatif dengan struktur modal. Wachyu Adi (2007) juga memperkuat pendapat tersebut dengan menyimpulkan bahwa ternyata struktur modal berhubungan negatif dengan *return* saham yang dimiliki perusahaan. Berdasarkan beberapa contoh penelitian dengan hasil yang berbeda-beda tersebut, skripsi ini secara unik diharapkan mampu memberikan informasi mengenai keterkaitan antara struktur modal dengan nilai perusahaan dan variabel performa keuangan lainnya secara objektif sesuai dengan lingkup penelitian.

1.2. Perumusan masalah

Dengan mengacu pada pentingnya menciptakan sebuah *optimal capital structure* yang telah dijelaskan diatas, maka permasalahan yang mungkin timbul adalah adanya suatu kebingungan mengenai bagaimana prakteknya pada perusahaan-perusahaan di Indonesia (terutama yang *listing* di Bursa Efek Indonesia) atau untuk menggambarkan pengaruh penting keseluruhan konsep struktur modal di dalam kelangsungan hidup perusahaan. Pertanyaan yang mungkin muncul disini adalah:

1. Bagaimana sebenarnya kondisi riil dari *capital structure* perusahaan-perusahaan yang *listing* di Indonesia saat ini?
2. Bagaimana pengaruh antara struktur modal dengan nilai perusahaan (yang diestimasi dengan *enterprise value*) perusahaan-perusahaan yang telah *listing* di Indonesia?

3. Bagaimana sebenarnya pengaruh struktur modal dengan performa keuangan (yang digambarkan rasio likuiditas, solvabilitas, profitabilitas, dan *return* atas saham) pada perusahaan-perusahaan yang telah *listing* di Indonesia?

1.3. Tujuan penelitian

Tujuan dari penelitian ini adalah:

1. Untuk mengetahui kondisi riil dari *capital structure* perusahaan-perusahaan yang *listing* di Indonesia saat ini;
2. Untuk mengetahui pengaruh antara struktur modal dengan nilai perusahaan (yang diestimasi dengan *enterprise value*) perusahaan-perusahaan yang telah *listing* di Indonesia;
3. Untuk mengetahui pengaruh struktur modal dengan performa keuangan (yang digambarkan rasio likuiditas, solvabilitas, profitabilitas, dan *return* atas saham) pada perusahaan-perusahaan yang telah *listing* di Indonesia.

1.4. Manfaat penelitian

Penelitian ini secara umum diharapkan dapat memberikan kegunaan dan kontribusi dalam hal-hal berikut:

1. Memberikan informasi rinci tentang model *capital structure* yang diterapkan pada masing-masing perusahaan yang *listing* di Bursa Efek Indonesia;
2. Memberikan pemahaman melalui penelitian tentang pengaruh antara struktur modal dengan nilai perusahaan (yang diestimasi dengan *enterprise value*) perusahaan-perusahaan yang telah *listing* di Indonesia;
3. Memberikan pemahaman melalui penelitian tentang pengaruh struktur modal dengan performa keuangan (yang digambarkan rasio likuiditas, solvabilitas, profitabilitas, dan *return* atas saham) pada perusahaan-perusahaan yang telah *listing* di Indonesia.

Secara spesifik, karya akhir ini juga bermanfaat bagi para pihak yang terkait:

- a. Akademisi dan peneliti, diharapkan mampu menambah wawasan pengetahuan serta referensi untuk penelitian berikutnya yang lebih mendalam yang

berkaitan dengan pasar modal. Khususnya mengenai *enterprise value* dan *capital structure*;

- b. Investor, diharapkan dapat membantu untuk mengambil keputusan terkait investasi, khususnya dalam melakukan analisa laporan keuangan dengan melihat variabel-variabel yang signifikan untuk memprediksi nilai bisnis dari suatu perusahaan tempat dimana mereka akan berinvestasi;
- c. Analis, diharapkan bisa membantu untuk menunjukkan secara empiris apakah memang faktor-faktor fundamental yang diteliti, struktur modal, dan *return* saham memang mempengaruhi nilai bisnis dari suatu perusahaan;
- d. Perusahaan, diharapkan dapat membantu menunjukkan variabel apa saja yang berpengaruh terhadap nilai perusahaan sehingga mereka dapat mengetahui dengan jelas hal-hal apa saja yang harus mereka tingkatkan pada masa-masa selanjutnya.

1.5 Ruang lingkup penelitian

Untuk memfokuskan pada hasil penelitian yang paling objektif dan sesuai dengan kriteria tujuan penelitian, maka penelitian yang kami buat ini akan berada pada batasan lingkup:

- Studi pada 50 perusahaan publik, yang terdaftar di bursa efek Indonesia;
- Laporan keuangan yang digunakan adalah laporan yang diterbitkan secara tahunan selama enam tahun terakhir serta tidak mempunyai nilai ekuitas yang negatif sepanjang periode penelitian;
- Perusahaan-perusahaan yang dijadikan sampel adalah diluar dari industri keuangan dan perbankan karena struktur hutangnya relatif sulit untuk dianalisa akibat permodalannya mayoritas berasal dari hutang pada nasabah sehingga kurang objektif untuk dijadikan acuan penelitian.

1.6 Sistematika penulisan

Penelitian ini disusun dengan berdasarkan pada format baku penulisan ilmiah dan memiliki kerangka penulisan sebanyak lima bab.

Bab I akan menjelaskan mengenai latar belakang permasalahan, perumusan masalah, ruang lingkup penelitian, tujuan penelitian, manfaat dari

penelitian, serta sistematika penulisan penelitian ini. Bab ini bertujuan untuk memberikan gambaran dan pemahaman umum tentang isi keseluruhan dari penelitian ini. Bab ini telah dijelaskan secara rinci diatas.

Pada bab II akan diuraikan mengenai landasan teori yang dapat dijadikan acuan yang relevan dalam penelitian ini yaitu menjelaskan bagaimana sebenarnya pengaruh *capital structure* terhadap performa finansial perusahaan, seperti apa kondisinya pada perusahaan-perusahaan yang *listing* di Bursa Efek Indonesia dan apakah ini berpengaruh terhadap harga saham perusahaan Disamping itu juga untuk menguji apakah teori Modigliani & Miller dapat objektif menjelaskan kondisi yang ada di Indonesia atau pola di Indonesia mengikuti teori-teori lainnya. Ditambah lagi dengan teori-teori terkait nilai perusahaan dalam lingkup *enterprise multiple* serta teori pendukung lainnya. Teori-teori ini nantinya akan diintegrasikan dalam rangka merumuskan hipotesis penelitian.

Pada bab III akan menjelaskan tentang semua tahapan dalam penelitian yang dilakukan, pengembangan model yang digunakan di dalam penelitian, hipotesis penelitian, data, sampel serta cara pengujian empiris terhadap variabel-variabel yang digunakan dalam penelitian. Dalam bab ini juga akan membahas mengenai *operational definition* (cara melakukan operasionalisasi variabel, definisi serta mengukur variabel) yang yang akan digunakan dalam pengolahan data yang nantinya dipakai.

Pada bab IV akan dilakukan analisis deskriptif dan analisis lain yang dibutuhkan atas pengolahan data yang telah dilakukan pada bab III serta pembahasannya yang merupakan interpretasi (hasil/jawaban) dari hasil pengolahan data tersebut. Interpretasi hasil penelitian ini nantinya diharapkan akan mampu memberikan jawaban atas hipotesis yang dirumuskan dalam keseluruhan penelitian ini.

Pada bab V, seluruh hasil perhitungan dan analisis data pada bab-bab sebelumnya akan dirangkum dalam bab ini. Disamping itu, kami juga akan memberikan gambaran keterbatasan yang dimiliki oleh penelitian serta saran-saran yang nantinya dapat digunakan untuk pengembangan lanjutan dari penelitian ini.