

## ANALISIS STRUKTUR MODAL DAN NILAI PERUSAHAAN YANG DIUKUR DENGAN *TOBINS'Q*

**Dra. Lailatul Amanah, M.Si. Ak.**

Sekolah Tinggi Ilmu Ekonomi Indonesia Surabaya

### **ABSTRACT**

*The objective of this study is to analyze whether the increasing leverage followed by increasing values of the firm, and examine differences stock return before and after leverage increase. This study develops Kusumawati's reseach (2005) about optimal capital structure, that analyze three stocks in knowing the changes of leverage and of value of the firm. Sample of this reseach are companies which increase leverage without changing the number of stock.*

*The result of this study shows that the increasing leverage followed by the increasing value of the firm. This is consistent with the previus study (Suranta and Mahfoedz, 2003). But the test of stock return differencies before and after the leverage increase does not show a significant result. This result is not consistent with The Masulis Study (1980). He found that a company which changes stocks to loan will increase its stock return up to 6,6%.*

*Key words: company value, laverage, optimal capial stock return*

### **PENDAHULUAN**

Keputusan atas struktur modal perusahaan sangat dipengaruhi oleh beberapa faktor. Berbagai penelitian telah banyak dilakukan untuk melihat apakah struktur modal perusahaan optimal. Jensen dan Meckling (1976), DeAngelo dan Masulis (1980), Masulis (1980), dan beberapa penelitian di Indonesia yaitu Suryawinata (2002), dan Edi Suranta dan Mahfoedz (2002) serta Kusumawati (2005) yang melakukan analisis secara diskriptif dengan mengambil sampel tiga perusahaan untuk melihat struktur modal optimal perusahaan yang dilihat dari nilai perusahaan dan harga pasar sahamnya.

Struktur modal perusahaan terkait dengan seberapa besar pendanaan yang berasal dari hutang harus digunakan perusahaan untuk meningkatkan nilai perusahaan serta kemakmuran pemegang saham, sebab manajer mempunyai kewajiban untuk mensejahterakan

pemegang saham disamping itu juga manajer mempunyai kepentingan untuk memaksimalkan kesejahteraan mereka.

Skousen dkk, (2004) mengamati rasio-rasio keuangan pilihan beberapa perusahaan dan menunjukkan bahwa penggunaan hutang secara efektif akan memberikan keuntungan pada pemegang saham. Hal itu terlihat pemegang saham Coca-Cola memperoleh tingkat pengembalian investasi sebesar 34,9% di tahun 2001, hal ini kontras sekali dengan Ebay atau Disney yang memperoleh tingkat pengembalian investasi sebesar 6,3% untuk Ebay dan Disney bahkan mendapatkan tingkat pengembalian atas investasi yang negatif.

Berdasarkan teori trade-off (Fama dan Miller, 1972; Jensen dan Mecling, 1976; Myers, 1977; DeAngelo dan Masulis, 1980 dan Jensen, 1986) pilihan pendanaan perusahaan merefleksikan usaha manajer perusahaan untuk menyeimbangkan *tax-shield* dari hutang yang lebih besar dengan meningkatnya kemungkinan biaya *financial distress*.

Menurut teori keagenan (Jensen dan Meckling, 1976) hutang merupakan mekanisme lain yang bisa digunakan untuk mengurangi konflik keagenan atau mengontrol konflik keagenan. Jensen (1986) berpendapat bahwa dengan hutang perusahaan harus melakukan pembayaran periodik atas bunga dan pokok hutangnya. Hal ini bisa mengurangi manajer untuk menggunakan *free cashflow* dengan membiayai kegiatan-kegiatan yang tidak optimal. Penggunaan hutang juga meningkatkan resiko, oleh karena itu manajer akan lebih berhati-hati untuk menggunakan dana yang ada bagi investasi yang tidak menguntungkan dan berusaha untuk menghindari timbulnya beban-beban yang akan menghabiskan dananya. Idenya adalah perusahaan yang menggunakan leverage akan lebih efisien karena manajemen berusaha menghilangkan biaya-biaya yang tidak perlu sedangkan perusahaan yang tidak menggunakan leverage atau dengan leverage kecil dan arus kas bebas yang besar memiliki kecenderungan untuk tidak terlalu mengawasi pemakaian biaya-biaya yang sebenarnya dapat dikurangi. Hal ini merupakan insentif bagi manajer untuk bekerja lebih keras, karena pada dasarnya manajer adalah *risk averse* dan *efford averse*.

Manajer dapat menggunakan struktur modal untuk memberitahukan mengenai laba dan resiko perusahaan. Implikasinya adalah karena manajer memiliki informasi yang tidak diketahui oleh pihak luar (pemegang saham). Gaji dan manfaat yang diperoleh manajer merupakan insentif bagi manajemen untuk memberitahukan kepada investor bahwa pada dasarnya perusahaan dinilai dibawah nilai yang seharusnya, namun tentu investor tidak akan percaya begitu saja, oleh karena itu cara yang dipakai oleh manajer adalah dengan membuat perubahan struktur modalnya dengan lebih banyak menerbitkan obligasi. Peningkatan *leverage* keuangan menunjukkan kemungkinan kebangkrutan yang lebih tinggi, karena manajer akan terkena sanksi kontraktual apabila sampai terjadi kebangkrutan dan manajer akan lebih keras bekerja untuk menghindarinya. Oleh karena itu penggunaan *leverage* merupakan tanda positif bagi investor.

Penelitian yang menghubungkan antara *leverage* dengan harga saham telah dilakukan oleh Masulis (1980) yang meneliti terhadap perusahaan yang melakukan *trade-off* antara saham biasa dengan hutang, saham biasa dengan saham preferen dan dan saham preferen dengan saham biasa. Dengan mengontrol terhadap kenaikan investasi dan jumlah aktiva agar pengaruh kejadian tersebut murni karena perubahan struktur keuangan perusahaan, Masulis menemukan bahwa perusahaan yang mengumumkan *leverage* yang meningkat harga saham meningkat 7,6 persen hampir mencapai 15 hari dan perusahaan yang menurunkan *leverage*-nya return saham perusahaan turun -5,4.

Penelitian ini bertujuan untuk melihat apakah peningkatan *leverage* akan meningkatkan nilai perusahaan dan apakah *return* saham setelah melakukan penambahan jumlah hutang berbeda (lebih tinggi) dari pada sebelum menambah jumlah hutang. Penelitian ini mengacu penelitian Kusumawati (2005) dengan melakukan pengujian untuk melihat pengaruh *laverage* terhadap nilai perusahaan dan harga pasar saham namun peneliti mengembangkan metodologi dalam pengambilan sampel dan pengujian secara statistik.

Tujuan yang ingin dicapai dalam Penelitian ini adalah untuk mengembangkan model inpiris untuk mengetahui apakah peningkatan *leverage* akan meningkatkan nilai perusahaan serta apakah peningkatan *leverage* tersebut mendapat respon yang positif dari pemegang saham. Respon positif dari pemegang saham akan tercermin dari return saham untuk itu peneliti ingin menguji apakah terdapat perbedaan return saham sebelum dan sesudah perusahaan meningkatkan *leverage*.

Hasil penelitian ini diharapkan dapat memperkuat penelitian sebelumnya yang berkaitan dengan nilai perusahaan yang dikaitkan dengan srtuktur modal. Dimana penelitian sebelumnya yang dijadikan acuan hanya melakukan analisis terhadap dua perusahaan untuk melihat tingkat *leverage* dan pengaruhnya pada nilai perusahaan dan harga pasar sahamnya. Dalam penelitian ini penulis memperluas dalam pengambilan sampel dan pengujian statistik, sehingga hasil penelitian dapat digeneralisasi.

## **Landasan Teori**

Dua teori yang membahas bagaimana struktur modal yang optimal bagi perusahaan adalah teori *Tax shelter-Bankruptcy Cost* dan *Teori Agency*.

### ***Teori Tax Shelter-Bankruptcy Cost***

Menurut Teori *Tax Shelter-Bankruptcy Cost*, keuntungan penggunaan hutang muncul dari peranan biaya bunga sebagai pengurang dalam perhitungan laba kena pajak. Dengan demikian perusahaan akan membayar pajak penghasilan yang lebih rendah dari pada perusahaan yang menggunakan seratus persen ekuitas. Disamping itu perusahaan akan

memperoleh *return on equity* yang lebih tinggi karena jumlah saham yang ditanam lebih sedikit.

Selanjutnya keuntungan *tax deductability* akibat penggunaan hutang akan dibandingkan dengan ekspektasi biaya kebangkrutan akibat penggunaan hutang yaitu *legal fee* yaitu biaya yang harus dibayar kepada ahli hukum untuk menyelesaikan tuntutan dan *distress price* yaitu kekayaan perusahaan terpaksa harus dijual murah karena perusahaan dinyatakan bangkrut. Semakin besar terjadi kebangkrutan akan semakin besar terjadinya biaya tersebut penggunaan hutang semakin tidak menarik.

Baxter (1967) menyatakan bahwa risiko yang berhubungan dengan leverage yang berlebihan akan meningkatkan biaya modal perusahaan. Tingginya *leverage* meningkatkan kemungkinan kebangkrutan dan selanjutnya meningkatkan risiko dari aliran laba secara keseluruhan. Dengan memasukkan kebangkrutan sehubungan dengan hutang yang tinggi asumsi ini menghapuskan asumsi dari Modigliani dan Miller (1958) dan Miller (1977) bahwa hutang adalah bebas risiko.

Kraus dan Litzenberger (1973) menyatakan bahwa pajak laba perusahaan dan adanya *penalty* kebangkrutan adalah ketidaksempurnaan pasar yang merupakan sentral teori positif dari efek struktur modal terhadap penentuan nilai perusahaan. Bauran keuangan perusahaan menentukan tingkat dimana perusahaan akan memenuhi kewajibannya dan menerima atribut penghematan pajak dari pembiayaan melalui hutang tersebut. Bauran keuangan perusahaan juga menentukan tingkat dimana perusahaan berada dalam *insolvent* dan terjadinya *penalty* kebangkrutan. Problema struktur modal efisien diformulasikan sebagai determinasi dari tingkat hutang sedemikian rupa yang akan menunjukkan pada kondisi dimana perusahaan dikategorikan *solvent* dan *insolvent* dalam mencapai nilai perusahaan yang optimal.

Brennan dan Schwartz (1978) memperhatikan efek pajak pendapatan perusahaan dalam hubungannya dengan struktur modal perusahaan dan penilaian perusahaan. Dikatakan bahwa penghematan pajak akibat bunga berhenti pada saat perusahaan bangkrut, dan penambahan hutang akan mengakibatkan dua efek yaitu disatu pihak akan penghematan pajak yang dapat dinikmati selama perusahaan berjalan dan dilain pihak juga mengurangi profitabilitas perusahaan setiap periode. Naik turunnya nilai perusahaan akan sangat tergantung dari pengaruh mana yang terjadi dari dua hal tersebut.

DeAngelo dan Masulis (1980) mengembangkan analisis tersebut. Disamping memperhitungkan bunga pinjaman mereka juga mempertimbangkan perlindungan pajak perusahaan. Perlindungan pajak ini mencakup kredit pajak investasi, pajak investasi penyisihan penyusutan, dan deplesi. Model yang dikembangkan dalam penelitian ini memperkirakan bahwa perusahaan akan memilih tingkat hutang yang berkorelasi negatif dengan tingkat perlindungan pajak. Mereka menunjukkan bahwa semakin besar hutang

yang diambil maka kemungkinan terjadinya keadaan dimana penghasilan tidak mencukupi untuk dapat memanfaatkan perlindungan pajak yang juga meningkat. Sehingga nilai perlindungan pajak menurun. Jika terdapat tambahan biaya kepailitan yang cukup berarti hal ini makin menguatkan kondisi-kondisi terciptanya struktur modal optimal. Keuntungan marjinal dari perlindungan pajak dikaitkan dengan biaya kepailitan marjinal diharapkan untuk menentukan *leverage* yang optimal.

### **Teori Keagenan**

Pada dasarnya ada dua kategori sebagai sumber-sumber konflik kepentingan perusahaan, yaitu konflik kepentingan yang muncul antara manajer dengan pemegang saham yaitu *free cashflow problems* (Jensen dan Makling, 1976; Jensen, 1986). Misalnya pada saat perusahaan meningkatkan ekuitasnya manajer akan memperbanyak waktu santainya, melakukan konsumsi yang berlebihan dan melakukan investasi yang tidak menguntungkan sehubungan dengan dana menganggur. Untuk mengurangi konflik antara manajer dan pemegang saham perlu dilakukan pengawasan untuk mendisiplinkan dan mengurangi perilaku oportunistik manajer. Biaya yang muncul untuk hal ini dinamakan biaya keagenan.

Biaya keagenan yang muncul antara manajer dan pemegang saham dapat dikurangi jika sebagian kecil ekuitas ini dimiliki oleh manajer, meningkatkan porsi pendanaan dengan hutang. Hutang yang tinggi berarti pengeluaran kas tinggi pula, akibatnya mengurangi tingkat *free cashflow* yang dipergunakan manajer untuk beraktivitas yang mengurangi nilai perusahaan juga berkurang. Dengan adanya hutang *free cashflow* perusahaan harus dipakai untuk membayar cicilan dan bunga. Dan jika kebangkrutan itu mahal bagi manajer dikarenakan hilangnya control dan reputasi manajer, maka penggunaan hutang merupakan insentif bagi manajer untuk bekerja lebih giat (Grossman dan Hart (1982). Dengan demikian hutang akan menurunkan konflik keagenan antara manajer dengan pemegang saham.

Konflik yang lain yaitu antara pemegang saham dan pemberi pinjaman yaitu *asset substitution and underinvestment problems* (Fama dan Miller, 1972; Jensen dan Makling, 1976 ; Myers, 1977). Biaya yang muncul karena konflik ini dinamakan biaya keagenan hutang.

Kontrak hutang menyatakan bahwa jika suatu investasi cukup berhasil pemegang saham akan mendapat tambahan penghasilan yang terbesar, namun jika investasi gagal pemberi hutang harus menanggung biaya kegagalan dengan keterbatasan jaminan hutang. Sebagai konsekuensinya, pemegang saham akan melakukan strategi dengan mengambil proyek-proyek yang sangat berisiko walaupun akan mengurangi nilai perusahaan. Jika pemberi hutang secara rasional mengantisipasi investasi yang suboptimal, maka pemegang saham akan menanggung biaya pemberi hutang pada saat hutang dikeluarkan dan pemegang

saham menerima hutang dalam jumlah yang sedikit dari yang seharusnya mereka terima sehingga biaya insentif untuk berinvestasi pada proyek-proyek yang mengurangi nilai perusahaan dengan pendanaan hutang harus dipikul oleh pemegang saham. Ini disebut efek substitusi asset yang merupakan biaya keagenan hutang.

Bathala, Moon dan Roa (1994) mengatakan bahwa jika hutang terlalu tinggi dapat menimbulkan biaya keagenan hutang, sebab perusahaan mempunyai kecenderungan untuk berinvestasi pada proyek-proyek yang berisiko tinggi. Namun demikian mereka juga menyarankan pendanaan dengan hutang dalam porsi yang tepat akan dapat mengurangi biaya keagenan tersebut, dengan pembayaran pokok hutang dan bunga.

Struktur modal perusahaan juga terkait dengan ketidak simetrisan informasi (*asymmetries information*) dan pemberian isyarat. Ross (1977) menerangkan bagaimana pemberian isyarat dan rencana kompensasi manajer dapat digunakan untuk mengatasi ketidak simetrisan informasi. Ross mengatakan bahwa manajer mempunyai informasi tentang perusahaan yang tidak dimiliki oleh yang lain. Sifat kebijakan investasi perusahaan diisyaratkan melalui kebijakan struktur modal dan kompensasi manajer dikaitkan dengan kebenaran atau kesalahan struktur modal tersebut.

Pengujian hubungan antara *leverage* terhadap nilai perusahaan juga telah dilakukan oleh Suranta (2003) dia memasukkan *leverage* sebagai *variable control*. Dari hasil penelitian menunjukkan bahwa *leverage* turut membantu monitoring tindakan dan perilaku manajer sehingga menaikkan nilai perusahaan dan mengurangi konflik keagenan.

**Hipotesis 1: Nilai perusahaan setelah meningkatkan *leverage* berbeda dengan nilai perusahaan sebelum meningkatkan *leverage*.**

### **Struktur Modal Optimal dan Harga Pasar Saham**

Masulis (1980) dalam sebuah studi tentang pertukaran tawaran. Dia mempelajari pertukaran antara hutang dengan saham biasa, hutang dengan saham preferen dan saham preferen dengan saham biasa. Keunggulan dalam studi ini adalah *leverage* keuangan berubah tanpa diikuti dengan perubahan yang bersamaan atas jumlah investasi dan aktiva perusahaan, dengan demikian pengaruh kejadian murni karena pengaruh *leverage* ini dapat dianalisis. Periode yang tercakup antara 1962 sampai 1976. Dari 106 perusahaan yang mengumumkan perubahan *leverage* perkembangan harga saham biasa dalam dua hari setelah pengumuman mengalami kenaikan 7,6 persen dan untuk portofolio *leverage* yang mengalami penurunan return saham dalam dua hari setelah pengumuman turun -5,4 persen.

Lasher (2003, 458) menjelaskan pula bahwa berdasarkan teori Modigliani dan Miller dengan hutang dan biaya kebangkrutan, pada struktur modal optimal maka biaya modal

akan minimum sehingga nilai perusahaan akan meningkat, dan apabila pasar berfungsi dengan baik maka nilai perusahaan akan tercermin dalam harga pasar saham.

**Hipotesis 2: Return saham sesudah meningkatkan *leverage* berbeda dengan sebelum perusahaan meningkatkan *leverage*.**

## METODE PENELITIAN

### Sumber Data dan Pemilihan Sampel

Sampel dalam penelitian adalah:

(1). Perusahaan yang menambah jumlah hutang dengan mempertahankan jumlah lembar sahamnya. (2). Perusahaan yang go publik diatas 3 tahun (3). Perusahaan yang tidak menggunakan *leverage* secara ekstrim

Alasan mengapa dipilih perusahaan yang menambah jumlah hutang dengan mempertahankan tingkat ekuitas yang ada agar bisa dilihat dampak peningkatan hutang tanpa dipengaruhi peningkatan jumlah ekuitas. Sedangkan alasan dipilih perusahaan yang go publik minimal setelah 3 tahun agar perusahaan harga saham yang ada tidak terpengaruh oleh harga pada waktu perusahaan melakukan IPO. Sedangkan alasan dikeluarkannya perusahaan yang memiliki *leverage* ekstrim adalah untuk menghinadari perusahaan yang bermodal negatif.

Hasil seleksi sampel mendapatkan perusahaan sebanyak 37 perusahaan yang menambah jumlah hutang dengan mempertahankan ekuitasnya. Dari 37 perusahaan tersebut 4 perusahaan menggunakan *leverage* yang sangat ekstrim karena dalam kondisi merugi terus sehingga dikeluarkan dari sample dan 3 perusahaan yang dikategorikan *outlayer* karena memiliki data yang sangat berbeda dari sample lain. Dengan demikian *sample* perusahaan yang menambah jumlah hutang dengan mempertahankan tingkat ekuitasnya menjadi sebanyak 30 perusahaan. Data diambil dari capital Market Directory. Berikut ini hasil seleksi sampel yang ditunjukkan dalam tabel 1.

**Tabel 1**  
**Hasil Seleksi Sampel**

Keterangan	Jumlah
Sampel yang diperoleh	37
Perusahaan dengan <i>leverage</i> ekstrim	4
Data <i>outlayer</i>	3
Jumlah sampel	30

## Definisi Variabel Operasional dan Pengukuran

### **Leverage Keuangan**

Yaitu seberapa besar perusahaan menggunakan hutang untuk mendanai operasional perusahaan. Tingkat *leverage* keuangan disini adalah membandingkan jumlah hutang dengan total aktiva. Dimana data tersebut sudah tersedia dalam *Capital Market Directory*.

*Leverage* Keuangan = Total Hutang/ Total Aktiva

### **Nilai Perusahaan**

Nilai perusahaan diukur dengan Tobins'Q, mengacu pada penelitian Suranta dan Machfoedz, 2003, merupakan nilai perusahaan yang diukur dengan nilai kapitalisasi pasar dari ekuitas ditambah nilai buku hutang dibagi dengan nilai buku ekuitas ditambah nilai buku hutang.

Tobin's Q =  $EMV + D / EBV + D$

### **Return Saham**

Return saham dihitung dengan cara harga saham setelah perusahaan meningkatkan jumlah hutang dikurangi dengan harga saham sebelum meningkatkan jumlah hutang dibagi return saham setelah menambah jumlah hutang.

Return Saham =  $Rit - Rot / Rit$

Harga pasar saham yang dipergunakan adalah harga pasar saham penutupan yang diambil dari data *Capital Market Directory*.

## TEKNIK ANALISIS DATA

### **Penentuan Nilai Perusahaan**

Penentuan nilai perusahaan dalam penelitian ini digunakan *Tobins'Q*, dimana nilai perusahaan diukur dari harga pasar saham penutupan dikalikan jumlah lembar saham ditambah hutang dibagi dengan nilai buku saham ditambah hutang. Pengukuran ini mengacu pada penelitian Suranta dan Mahfoedz, 2003. Nilai perusahaan setelah menambah jumlah hutang dan nilai perusahaan sebelum menambah jumlah hutang dicari



statistik diskriptifnya untuk melihat nilai rata-rata (*mean*), deviasi standar, minimum dan maksimumnya.

### **Pengujian Nilai Perusahaan**

Pengujian untuk menjawab hipotesis 1 yang menyatakan bahwa nilai perusahaan setelah meningkatkan jumlah hutang lebih tinggi dari pada nilai perusahaan sebelum meningkatkan jumlah hutangnya. Dalam pengujian ini digunakan uji beda rata-rata. Untuk mengetahui terdapat perbedaan secara statistik bahwa perusahaan setelah meningkatkan *leveragenya* mempunyai nilai perusahaan yang berbeda (lebih tinggi) dari pada perusahaan sebelum meningkatkan *leverage*.

### **Pengujian Return Saham**

Pengujian ini dilakukan untuk menjawab hipotesis 2 yaitu terdapat perbedaan *return* saham antara sebelum meningkatkan jumlah hutang dengan *return* saham setelah meningkatkan jumlah hutang. Pengujian ini dilakukan dengan menggunakan uji beda rata-rata.

## **HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN**

### **Penentuan Nilai Perusahaan**

Penentuan nilai perusahaan ini dalam penelitian ini digunakan Tobins'Q yaitu merupakan nilai perusahaan yang diukur dengan nilai kapitalisasi pasar dari ekuitas ditambah nilai buku hutang dibagi dengan nilai buku ekuitas ditambah nilai buku hutang sebagaimana digunakan oleh Suranta dan Mahfoedz, (2002).

**Tabel 2**  
**Statistik Deskriptif untuk Nilai Perusahaan**  
**N= 30**

	sebelum	sesudah
Mean	1,8803	2,5753
Median	1,3308	1,5569
Standard Deviasi	1,44604	2,31030
Maximum	6,74	9,88
Minimum	0,35	0,85

Dari tabel 2. tampak bahwa rata-rata nilai perusahaan setelah perusahaan menambah jumlah hutang sebesar 2, 5753 sedangkan sebelum menambah jumlah hutang sebesar 1,

8803 dengan median sebesar 1,5569 dan standar deviasi sebesar 2,31030 sedangkan pada perusahaan sebelum meningkatkan *leverage* mediannya sebesar 1,3308 dan deviasi standar sebesar 1,44604. Dari hasil statistik deskriptif tersebut tampak perbedaan yang sangat tajam atas rata-rata nilai perusahaan antara perusahaan sebelum menambah hutang dengan setelah menambah hutang, demikian juga tampak perbedaan yang cukup tinggi dalam median dan standar deviasinya.

Untuk melihat apakah perbedaan rata-rata nilai perusahaan setelah menambah jumlah hutang dengan sebelum meningkatkan jumlah hutang secara statistik maka akan tampak dalam uji beda rata-rata.

### Uji Beda Rata-Rata (*Compare Means*) Untuk Nilai Perusahaan

Pengujian ini untuk menjawab hipotesis 1 bahwa rata-rata nilai perusahaan setelah menambah jumlah hutang berbeda dengan sebelum menambah jumlah. Hasil uji t-test tampak dalam table 3

**Tabel 3**  
**Hasil Uji Nilai Perusahaan**

Mean nilai perusahaan	t-statistik	P-Value
Sebelum >< sesudah	2,676	0,012

Hasil uji dengan menggunakan t-test menunjukkan t statistik sebesar 2,676 dengan p-value sebesar 0,012. Hasil pengujian atas hipotesis 1, yaitu terdapat perbedaan nilai perusahaan sebelum dan sesudah perusahaan meningkatkan hutang. Setelah meningkatkan jumlah hutang rata-rata nilai perusahaan sebesar 2,5753 dan sebelum meningkatkan jumlah hutang rata-rata nilai perusahaan sebesar 1,8803 dengan deviasi standar sebesar 2,31030, sedangkan pada sebelum meningkatkan jumlah hutang mempunyai deviasi standar sebesar 1,44604.

Hasil penelitian ini konsisten dengan teori struktur modal yang menunjukkan bahwa *leverage* yang dilakukan dengan efektif akan meningkatkan nilai perusahaan karena dengan menjaga tingkat penjualan perusahaan peningkatan *leverage* akan memperbesar porsi laba yang tersedia bagi pemegang saham. Ditinjau dari teori keagenan hutang yang tinggi berarti pengeluaran kas tinggi pula, akibatnya mengurangi tingkat *free cashflow* yang dipergunakan manajer untuk beraktivitas yang mengurangi nilai perusahaan juga berkurang. Dengan adanya hutang *free cashflow* perusahaan harus dipakai untuk membayar cicilan dan bunga. Dan jika kebangkrutan itu mahal bagi manajer dikarenakan hilangnya control dan reputasi manajer, maka penggunaan hutang merupakan insentif bagi manajer untuk bekerja lebih giat (Grossman dan Hart (1982)).

Hasil penelitian ini konsisten dengan hasil penelitian Suranta dan Mahfoedz, 2003 menempatkan *lverage* sebagai variabel kontrol, Mereka menemukan hasil bahwa *lverage* meningkatkan nilai perusahaan dan juga Kusumawati, 2005 yang melakukan investigasi terhadap struktur modal dengan nilai perusahaan. Penelitian yang dilakukan menunjukkan meningkatnya nilai perusahaan ketika *lverage* dinaikkan dan kemudian menurun ketika *lverage* mencapai tingkat yang sangat ekstrim.

### Uji Perbedaan Return Saham

Pengujian ini untuk melihat perbedaan *return* saham perusahaan sebelum dan sesudah meningkatkan jumlah hutang. Berikut ini statistik deskriptif *return* saham;

**Tabel 4**  
**Statistik Deskriptif Return Saham**

	Sebelum	Sesudah
Mean	-0,300199	-0,035163
Median	-0,391667	-0,30835
St. Deviation	0,4065779	0,37511
Minimum	-0,8431	-0,6632
Maximum	0,6667	1,0056

Dari hasil pengujian statistik deskriptif tampak adanya perbedaan return saham dengan mean sebelum melakukan penambahan jumlah hutang sebesar  $-0,300199$  dan sesudah penambahan jumlah hutang sebesar  $-0,035163$  dan deviasi standar sebelum melakukan penambahan jumlah hutang sebesar  $0,4065779$  dan sesudah penambahan jumlah hutang sebesar  $0,37511$ , namun apakah tersebut secara statistik juga berbeda maka dilakukan uji *t-test paired sample test*.

### Paired Sample test t-test

Pengujian ini dilakukan untuk menjawab hipotesis 2, yaitu terdapat perbedaan *return* saham sebelum dan sesudah perusahaan menambah jumlah hutang. Hasil pengujian *sample paired t-test* tampak dalam tabel 5

**Tabel 5**  
**Hasil Uji Perbedaan Return Saham**

Mean return saham	t-test	P-Value
Sebelum><Sesudah	-2,003	0,055

Dari table tersebut tampak bahwa nilai t sebesar  $-2,003$  dengan P-Value sebesar  $0,055$  yang berarti bahwa tidak terdapat perbedaan return saham antara sebelum dan sesudah perusahaan menambah jumlah hutangnya. Walaupun dilihat dari statistik deskriptif tampak adanya perbedaan *return* saham sebelum dan sesudah menambah jumlah hutang ternyata secara statistik perbedaan tidak signifikan.

Hasil pengujian ini tidak konsisten dengan Masulis (1980) yang menemukan hasil terdapat kenaikan return saham dua hari setelah pengumuman sebesar  $7,6$  persen dan untuk portofolio *leverage* yang mengalami penurunan return saham dalam dua hari setelah pengumuman turun  $-5,4$  persen.

### **Keterbatasan Penelitian**

Adapun penelitian ini memiliki keterbatasan sebagai berikut: (1). Sampel penelitian yang dipilih adalah perusahaan yang menambah jumlah hutang dengan mempertahankan tingkat *leverage* yang ada. Hal itu dikarenakan sulit mencari sampel untuk perusahaan yang melakukan *trade-off* dari ekuitas saham menjadi hutang dengan mempertahankan tingkat investasi yang ada, oleh karena itu ketidak konsistenan hasil pada pengujian hipotesis 2 kemungkinan juga disebabkan oleh ukuran perusahaan yang berbeda antara sebelum dan sesudah menambah jumlah hutang. (2). Seperti yang diketahui bahwa harga pasar saham sangat dipengaruhi oleh beberapa faktor dan peneliti tidak memasukkan faktor-faktor tersebut dalam model. (3). Sampel yang dijadikan dalam penelitian ini juga terlalu sedikit, karena sampel yang besar akan semakin menunjukkan kevaliditasan hasil penelitian.

## **SIMPULAN DAN SARAN**

### **Simpulan**

Penelitian untuk melihat apakah nilai perusahaan perusahaan setelah menambah jumlah hutang berbeda (lebih tinggi) dari pada sebelum menambah jumlah hutang, dan apakah return saham perusahaan setelah meningkatkan jumlah hutang berbeda (lebih tinggi) dari pada sebelum meningkatkan hutang. Hasil pengujian nilai perusahaan dan return saham menemukan hasil berikut: (1). Pengujian untuk melihat apakah nilai perusahaan setelah meningkatkan hutang berbeda (lebih tinggi) dari pada sebelum meningkatkan jumlah hutang menunjukkan hasil yang signifikan bahwa nilai perusahaan setelah menambah jumlah hutang berbeda (lebih tinggi) dari pada sebelum menambah jumlah hutang. (2). Pengujian untuk melihat apakah return saham setelah menambah jumlah hutang berbeda (lebih tinggi) dari pada sebelum menambah jumlah hutang. Hasil pengujian menunjukkan hasil yang tidak signifikan walaupun dilihat dari statistik deskriptif menunjukkan adanya perbedaan, namun secara statistik menunjukkan hasil yang tidak signifikan.

## Saran

Sebagaimana diungkapkan dalam keterbatasan penelitian, maka saran bagi peneliti selanjutnya adalah: (1). Sampel yang dipilih hendaknya perusahaan yang melakukan *trade-of* dari ekuitas modal saham menjadi hutang dengan mempertahankan tingkat investasinya. (2). Memasukkan faktor-faktor lain yang mempengaruhi return saham. (3). Sampel perusahaan diperbesar untuk mendapatkan hasil yang lebih signifikan.

## DAFTAR PUSTAKA

- Bathala, B.T., K.P Moon dan R.P. Roa, 1984. *Managerial Ownership, Debt Policy and The Impact of Institutional Holding: An Agency Perspective*, Financial Management. Vol 3,34-48.
- Baxter, N., 1967. *Leverage Risk of Return and the Cost of Capital*. Journal of Finance. Vol . 395-403.
- Brennen, M. dan E. chartz, 1978. *Corporate Income Tax, Valuation and The Problem of Optimal Capital Structure*. Journal of Busines. Vol. 51, 103-114.
- DeAngelo, H. dan R.. Masulis, 1980. *Optimal Capital Structure Under Corporate and Personal Taxation*. Journal of Financial Economic. Vol 8, 3-9.
- Fama, Eugene F. dan Merton H. Miller, 197. *The Theory of Finance*. New York: Holt, Rinehart and inton, Inc.
- Grosnan dan O. Hart, 198 . *Corporate Financial Structure and Managerial Incentive*, in J. McCall (ed), *the Economic of Information and uncertainty*. Chicago: Univerity of Chicago Press.
- Jensen, Michael C., dan Mackling, 1976. *Theory of Firm: Managerial Behavior, Agency Cost , and Ownership Structure*. Journal of Financial Economic 3, 305-360.
- Jensen, Michael C., 1986. *Agency Cost of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeover*. American Economic Review 76, 33-339.
- Kraus, A. dan R. Litzenberger, 1973. *A State Preference Model of Optimal Financial Leverage*. Journal of Finance, Vol. 8, 911-91.

- Kusumaati, Dini, 2005. *Struktur Modal Optimal Dan Nilai Perusahaan: Studi Pada Perusahaan Publik Yang Tercatat Di Bursa Efek Jakarta*. Jurnal Ekonomi TEI No. 1, Th.IV.
- Lasher, William R., 2003. *Practical Financial Management* Edisi ke-3, South Western: Thompson Learning.
- Masulis, 1980. *Stock Repurchase Via Tender Offer: An Analysis of the Cause Of Common Stock Price Change*, "Journal of Finance. 35, Hal 305-318.
- Miller, M.H. 1977. *Debt and Taxes*. Journal of Finance, 23, 61-75.
- Modigliani, F. dan M. H. Miller, 1958. *The Cost of Capital, Corporation Finance, and The Theory of Investment* dalam Fred Weston dan Thomas E, Copeland, Financial Managerial. College Publishing. 1986.
- Copeland, E. Thomas, Financial Managerial , Edisi 8, CBS College Publishing, 1986.
- Suranta dan Mahfoedz, 2003. *Analisis Struktur Kepemilikan, Nilai Perusahaan, Investasi dan Ukuran Dewan Direksi*, SNA, 2003.
- Suriawinata, Imam, 2002. *Capital Structure Decision, Conference on Theory and Practice of Corporate Finance: Evidence from Indonesian Listed Companies*. Prasetya Mulya Conference 2002, Jakarta.