

**PENGARUH PERTUMBUHAN PERUSAHAAN TERHADAP
KEBIJAKSANAAN STRUKTUR MODAL DAN DAMPAKNYA
TERHADAP PERUBAHAN HARGA SAHAM PADA PERUSAHAAN
MANUFAKTUR Tbk**

TESIS

OLEH

SRIWARDANY

037017033/AKT

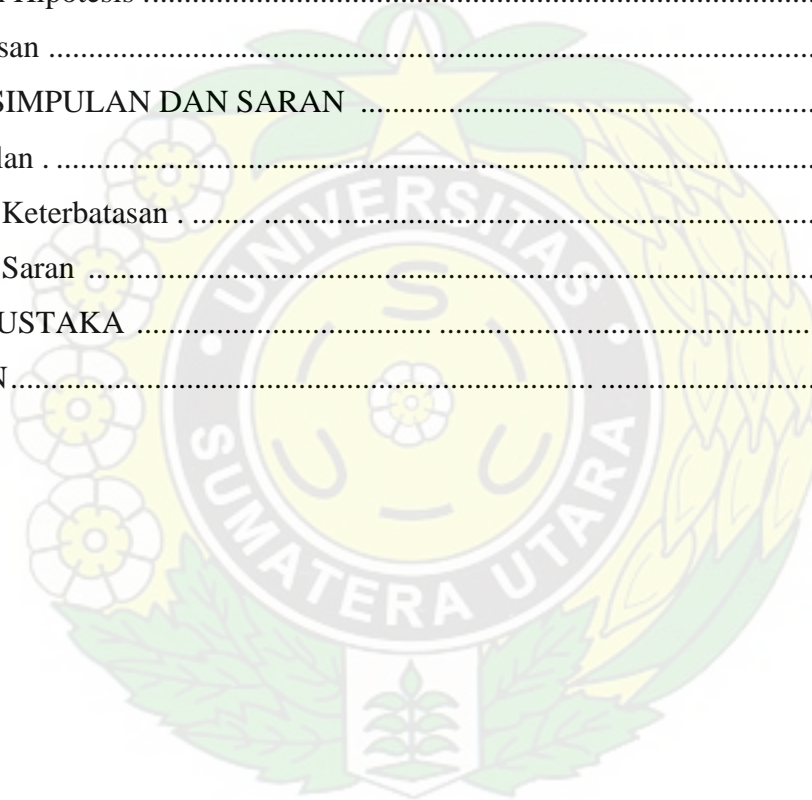


**SEKOLAH PASCASARJANA
UNIVERSITAS SUMATERA UTARA
MEDAN
2006**

DAFTAR ISI

| | Halaman |
|---|---------|
| ABSTRACT | v |
| INTISARI | vi |
| KATA PENGANTAR | vii |
| RIWAYAT HIDUP | ix |
| DAFTAR ISI | x |
| DAFTAR TABEL | xii |
| DAFTAR GAMBAR | xiii |
| DAFTAR LAMPIRAN | xiv |
| BAB I PENDAHULUAN | I |
| A. Latar Belakang Masalah | 1 |
| B. Perumusan Masalah | 4 |
| C. Tujuan Penelitian | 4 |
| D. Kerangka Konseptual | 5 |
| E. Hipotesis Penelitian | 5 |
| F. Manfaat Penelitian | 6 |
| G. Batasan Penelitian | 6 |
| BAB II TINJAUAN PUSTAKA | 8 |
| A. Penelitian Terdahulu | 8 |
| B. Pertumbuhan Perusahaan | I I |
| C. Kebijakan Struktur Modal | 12 |
| D. Pertumbuhan Perusahaan dan Harga Saham | 19 |
| BAB III METODOLOGI PENELITIAN | 21 |
| A. Populasi dan Sampel Penelitian | 21 |

| | |
|--|------------|
| B. Metode Penelitian | 21 |
| C. Sumber Data dan Teknik Pengumpulan Data | 21 |
| D. Definisi Operasional Variabel | 22 |
| E. Teknik Pengujian Data | 25 |
| F. Pengujian Hipotesis | 28 |
| BAB IV HASIL DAN PEMBAHASAN | -31 |
| A. Diskripsi Data Penelitian | 31 |
| B. Teknik Pengujian Data | 33 |
| C. Pengujian Hipotesis | 38 |
| D. Pembahasan | 45 |
| BAB V KESIMPULAN DAN SARAN | 50 |
| A. Kesimpulan | 50 |
| B. Keterbatasan | 51 |
| C. Saran | 51 |
| DAFTAR PUSTAKA | 53 |
| LAMPIRAN | 55 |



DAFTAR TABEL

| Nomor | Judul | Halaman |
|-------|---------------------------------|---------|
| 2.1 | Hasil Penelitian Terdahulu..... | 9 |
| 4.1 | Tabel Data Sampel..... | 31 |
| 4.2 | Diskripsi Data Penelitian..... | 32 |
| 4.3 | Uji Normalitas..... | 33 |
| 4.4 | Uji Multikolinearitas..... | 35 |
| 4.5 | Hasil Pengujian Park..... | 36 |
| 4.6 | Hasil Uji Autokorelasi..... | 38 |
| 4.7 | Ringkasan Uji Hipotesis 1..... | 39 |
| 4.8 | Ringkasan Uji Hipotesis 2..... | 41 |
| 4.9 | Ringkasan Uji Hipotesis 3..... | 42 |
| 4.10 | Ringkasan Uji Hipotesis 4..... | 44 |
| 4.11 | Ringkasan Kriteria Uji..... | 45 |

DAFTAR GAMBAR

| Nomor | Judul | Halaman |
|-------|---|---------|
| 1.1 | Pengaruh Pertumbuhan Perusahaan Terhadap Kebijaksanaan Struktur Modal dan Dampaknya Terhadap Harga Saham..... | 5 |
| 4.1 | Normal P-Plot of Regression Standardized Residual..... | 34 |
| 4.2 | Scatterplot..... | 37 |



DAFTAR LAMPIRAN

| Nomor | Judul | Halaman |
|-------|---|---------|
| I | Diskripsi Data Statistik dan Korelasi Variabel Penelitian | 55 |
| 2 | Uji Park | 56 |
| 3 | Pengujian Hipotesis 1 | 57 |
| 4 | Pengujian Mpotesis 2 | 59 |
| 5 | Pengujian Hipotesis 3 | 61 |
| 6 | Pengujian Hipotesis 4 | 63 |



BAB I

PENDAHULUAN

A. Latar Belakang Masalah

Investor membeli saham karena mereka mengharapkan tingkat pengembalian yang baik atas investasi yang mereka lakukan tanpa suatu resiko yang berarti. Tujuan utama dari suatu perusahaan adalah untuk memaksimalkan kekayaan pemegang saham yang diartikan melalui pemaksimalan harga saham dari perusahaan tersebut. Dengan kata lain, pemaksimalan harga saham merupakan suatu tujuan yang penting dari suatu perusahaan.

Salah satu faktor yang menentukan harga saham adalah kemampuan dari perusahaan dalam menghasilkan aliran kas pada saat ini dan di masa yang akan datang. Ada beberapa cara yang dapat dilakukan untuk meningkatkan aliran kas. Keseluruhan cara tersebut memerlukan penyertaan aktif dari setiap bagian dalam perusahaan. Bagian keuangan juga harus memutuskan bagaimana untuk membelanjai perusahaan dan berapa persen dari keuntungan saat ini harus ditahan dan dioperasikan kembali daripada dibagikan sebagai dividen.

Ada dua tujuan yang diharapkan oleh investor pada saat ingin melakukan investasi pada saham yaitu (1) mengharapkan dividen dari saham tersebut, dan (2) mengharapkan capital gain dari saham tersebut yaitu berupa peningkatan harga saham. Sehingga ada beberapa respon yang dilakukan oleh investor ketika menerima informasi mengenai pertumbuhan perusahaan. Perbedaan harga saham perusahaan yang tumbuh dan tidak tumbuh terbentuk atas suatu keyakinan bahwa keuntungan dan aliran kas

dimasa depan perusahaan yang tumbuh lebih besar daripada perusahaan yang tidak tumbuh. Investor dan manajer perusahaan tertarik kepada pertumbuhan perusahaan karena memberikan aspek yang positif, pertumbuhan perusahaan merupakan signal atau tanda bahwa perusahaan memiliki prospek yang menguntungkan dan mereka berharap *rate of return* atas investasi mereka tanamkan akan lebih tinggi. Dengan demikian, pertumbuhan perusahaan memiliki hubungan positif dengan harga saham.

Penelitian-penelitian tentang hubungan pertumbuhan perusahaan dengan harga saham masih sedikit mendapat perhatian dari peneliti-peneliti terdahulu, walaupun ada dasar teori untuk menghipotesiskan bahwa pertumbuhan perusahaan mempunyai hubungan dengan harga saham perusahaan. Model informasi asimetris dari Ambarish, John dan William (1987) dan teori aliran kas bebas dari Jensen (1986) menyediakan suatu dasar bahwa ada hubungan antara pertumbuhan perusahaan dan harga saham perusahaan. Kedua-duanya memprediksi bahwa harga saham akan merespon informasi pertumbuhan dari perusahaan tersebut. Untuk perusahaan yang tidak tumbuh, yaitu perusahaan yang mempunyai peluang tumbuh yang terbatas, diprediksi mempunyai hubungan yang negatif dengan harga saham. Sedangkan untuk perusahaan yang tumbuh, yaitu perusahaan yang memiliki peluang tumbuh yang tinggi diramalkan memiliki hubungan positif dengan harga saham.

Pertumbuhan perusahaan akan mempengaruhi kebijaksanaan struktur modal, kebijaksanaan dividen, dan kebijaksanaan kompensasi yang akan dilakukan perusahaan. Perusahaan yang tumbuh cenderung mempunyai lebih banyak NPV positif yang tersedia. Arus kas yang dihasilkan oleh operasi dipertukan untuk mendanai proyek ini, dan para manajer akan lebih sedikit menggunakan uang pada cara yang tidak optimal,

kecenderungan ini akan membuat perusahaan mempunyai hutang yang lebih sedikit untuk mendanai proyek investasinya atau pertumbuhannya. Hal ini sesuai dengan keputusan pendanaan *pecking order theory* yang menyebutkan bahwa perusahaan cenderung memilih pendanaan yang berasal dari internal daripada eksternal.

Penelitian ini dilakukan untuk melihat apakah respon pasar yang berupa perubahan harga saham akibat adanya informasi tentang pertumbuhan perusahaan merupakan pengaruh langsung atau tidak langsung, yaitu untuk melihat apakah pengaruh pertumbuhan perusahaan terhadap harga saham melalui kebijaksanaan struktur modal. Hal ini dilakukan karena dalam beberapa penelitian yang dilakukan sebelumnya diperoleh hasil ada pengaruh pertumbuhan perusahaan dengan struktur modal (Subekti, 2001 ; Risanty, 2004). Disamping itu ada dasar teori yang menyatakan bahwa kebijaksanaan struktur modal akan mempengaruhi harga saham, menurut Brigham (2001:24) selama tingkat utang yang lebih tinggi menaikkan laba per saham yang diharapkan, leverage bekerja mengungkit harga saham. Namun, tingkat utang yang lebih tinggi juga meningkatkan resiko perusahaan, yang menaikkan biaya ekuitas dan selanjutnya menurunkan harga saham.

Berdasarkan uraian di atas, maka penulis tertarik melakukan penelitian tentang “Pengaruh pertumbuhan perusahaan terhadap kebijaksanaan struktur modal dan dampaknya terhadap perubahan harga saham pada perusahaan manufaktur *go public* di Bursa Efek Jakarta”.

B. Perumusan Masalah

Berdasarkan uraian yang sebelumnya, maka masalah penelitian dirumuskan sebagai berikut:

1. Seberapa besar pengaruh pertumbuhan perusahaan terhadap harga saham.
2. Seberapa besar pengaruh pertumbuhan perusahaan terhadap struktur modal.
3. Seberapa besar pengaruh kebijaksanaan struktur modal terhadap harga saham
4. Seberapa besar pengaruh pertumbuhan perusahaan terhadap harga saham melalui kebijaksanaan struktur modal.

C. Tujuan Penelitian

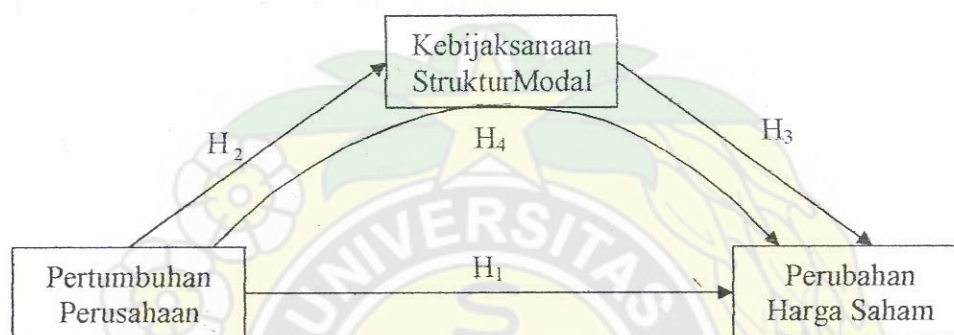
Berdasarkan uraian pendahuluan dan perumusan masalah, maka penelitian ini dilakukan dengan tujuan sebagai berikut:

1. Untuk mengetahui seberapa besar pengaruh pertumbuhan perusahaan terhadap harga saham.
2. Untuk mengetahui seberapa besar pengaruh pertumbuhan perusahaan terhadap struktur modal.
3. Untuk mengetahui seberapa besar pengaruh kebijaksanaan struktur modal terhadap harga saham
4. Untuk mengetahui seberapa besar pengaruh pertumbuhan perusahaan terhadap harga saham melalui kebijaksanaan struktur modal.

D. Kerangka Konseptual

Berdasarkan latar belakang dan perumusan masalah, maka dibangun kerangka pemikiran dalam gambar 1 berikut ini. Model dalam kerangka pemikiran berisi tiga komponen yaitu:

1. Pertumbuhan Perusahaan
2. Kebijakan struktur modal
3. Perubahan Harga Saham



Gambar 1.1. Pengaruh pertumbuhan perusahaan terhadap kebijakan struktur modal dan dampaknya terhadap harga saham.

E. Hipotesis Penelitian

Berdasarkan perumusan masalah di atas, maka dapat dibangun hipotesis penelitian sebagai berikut:

1. Ada pengaruh pertumbuhan perusahaan terhadap harga saham.
2. Ada pengaruh pertumbuhan perusahaan terhadap kebijakan struktur modal.
3. Ada pengaruh kebijakan struktur modal terhadap harga saham

4. Ada pengaruh pertumbuhan perusahaan terhadap harga saham melalui kebijaksanaan struktur modal.

F. Manfaat Penelitian

Penelitian ini dilakukan dengan harapan dapat memberi manfaat. Manfaat yang diharapkan tersebut adalah:

1. Untuk menambah bukti yang mampu menjelaskan secara baik efek informasi pertumbuhan perusahaan pada harga saham.
2. Untuk menambah dukungan teori atas fenomena pengumuman tentang informasi pertumbuhan perusahaan, karena beberapa teori yang berkaitan dengan perilaku harga saham setelah pengumuman laporan keuangan secara empiris masih mempunyai dukungan yang sangat kurang.
3. Penelitian ini dapat dijadikan sebagai bahan acuan untuk penelitian-penelitian selanjutnya yang berkaitan dengan pertumbuhan perusahaan.

G. Batasan Penelitian

1. Batasan Waktu

Penelitian ini memiliki batasan pengambilan data dalam kurun waktu lima tahun, meliputi tahun 2000,2001,2002,2003 dan 2004.

2. Batasan Daerah

Daerah penelitian terbatas pada seluruh perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta.

3. Batasan Aspek Bidang kajian dari penelitian ini adalah manajemen keuangan dengan penekanan pada pertumbuhan, struktur modal dan perubahan harga saham perusahaan manufaktur Tbk.
4. Batasan Lain Merupakan batasan yang bersifat teknis, yaitu menyangkut biaya dan tenaga. Penelitian dibatasi pada penggunaan data sekunder yang sifatnya kuantitatif dalam melakukan analisis.



BAB II TINJAUAN PUSTAKA

A. Penelitian Terdahulu

Hubungan pertumbuhan perusahaan dengan kebijaksanaan struktur modal telah banyak diteliti oleh peneliti sebelumnya. Smitts dan Watts (1992) menyatakan bahwa potensi pertumbuhan suatu perusahaan akan mempengaruhi kebijakan yang dibuat oleh perusahaan (seperti kebijakan pendanaan, deviden, dan kompensasi). Smitts dan Watts menemukan adanya bukti bahwa pada perusahaan yang berpotensi untuk tumbuh mempunyai rasio *debt to equity* yang lebih rendah daripada perusahaan yang tidak tumbuh. Kecenderungan ini dilakukan untuk mengurangi masalah agensi yang potensial berasosiasi dengan eksistensi hutang yang beresiko dalam stuktur modalnya.

Temuan Smith dan Wattts tersebut telah ditindak lanjuti oleh Gaver dan Gaver (1993), Kallapur dan Trombley (1999), hasil studi mereka menunjukkan hasil yang mendukung studinya Smitt dan Watts sebelumnya. Penelitian di Indonesia diantaranya telah dilakukan oleh Sami, dkk. (1999). Subekti (2001), Risanty (2004).

Susanto (2005) melakukan penelitian tentang pengaruh kebijakan dividen dan pertumbuhan perusahaan terhadap perubahan harga saham pada waktu *ex-dividend day*. Hasil dari penelitian tersebut menunjukkan bahwa terdapat pengaruh yang positif antara pertumbuhan perusahaan dengan harga saham. Sedangkan menurut Subekti (2001) hasil penelitiannya menunjukkan bahwa pertumbuhan perusahaan tidak berpengaruh terhadap harga saham. Penelitian-penelitian tentang pengaruh pertumbuhan perusahaan dengan harga saham masih sedikit mendapat perhatian dari peneliti-peneliti terdahulu, walaupun

ada dasar teori untuk menghipotesiskan bahwa pertumbuhan perusahaan mempunyai hubungan dengan harga saham perusahaan. Model informasi asimetris dari Ambarish, John dan William (1987) dan teori aliran kas bebas dari Jensen (1986) menyediakan suatu dasar bahwa ada. hubungan antara pertumbuhan perusahaan dan harga saham perusahaan. Kedua-duanya memprediksi bahwa harga saham akan merespon informasi pertumbuhan dari perusahaan tersebut. Untuk perusahaan yang tidak tumbuh, yaitu perusahaan yang mempunyai peluang tumbuh yang terbatas, diprediksi mempunyai hubungan yang negatif dengan harga saham. Sedangkan untuk perusahaan yang tumbuh, yaitu perusahaan yang memiliki peluang tumbuh yang tinggi diramal memiliki hubungan yang positif dengan harga saham.

Rincian hasil penelitian terdahulu dimaksud di atas disajikan pada tabel 2.1:

Tabel 2.1.
Hasil Penelitian Terdahulu

| No | Tahun | Peneliti | Judul | Hasil Penelitian |
|----|-------|----------------------------|--|---|
| 1 | 1986 | Jensen | Agency Cost of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers | Perusahaan yang mempunyai free cash flow mengidentifikasikan bahwa perusahaan itu tidak akan melakukan investasi atau dengan kata lain tidak akan mempunyai peluang tumbuh, kondisi ini akan direspon oleh investor dan akhirnya akan menurunkan harga saham. |
| 2 | 1987 | Ambarish, John dan William | Efficient Signaling with Dividend and Investment | Pertumbuhan perusahaan akan mempengaruhi harga saham, pasar akan bereaksi secara berbeda, jika mendapat informasi perusahaan tersebut mempunyai peluang tumbuh dan jika tidak mempunyai peluang tumbuh |
| 3 | 1992 | Smith dan Watts | The Investment Opportunity Set and Corporate Financing, Dividend and Compensation Policies | Potensi Pertumbuhan suatu perusahaan akan mempengaruhi kebijakan pendanaan, kebijakan Dividend dan kompensasi perusahaan. |

| | | | | |
|---|------|----------------------|---|--|
| 4 | 1993 | Gaver dan Gaver | Additional Evidence on the Association between the investment Opportunity Set and Corporate Financing, Dividend, and Compensation Policies. | Perusahaan yang tumbuh mempunyai debt to equity ratio yang lebih daripada perusahaan yang tidak tumbuh, dan pertumbuhan perusahaan mempengaruhi kebijakan yang dibuat oleh perusahaan. |
| 5 | 1999 | Kallapur dan Trombly | The Association Between Investment Opportunity Set Proxies and Realized Growth. | Potensi pertumbuhan suatu perusahaan akan mempengaruhi kebijakan yang dibuat perusahaan. |
| 6 | 2001 | Subekti | Hubungan IOS terhadap kebijaksanaan Struktur Modal dan Dividen serta dampaknya terhadap Harga Saham. | Perusahaan yang tumbuh mempunyai kebijaksanaan pendanaan eksternal yang lebih kecil dibandingkan dengan perusahaan yang tidak tumbuh. Dan pertumbuhan perusahaan tidak berpengaruh terhadap harga saham. |
| 7 | 2004 | Risanty | Hubungan Investement Opportunity Set dengan Kebijaksanaan Dividen dan Struktur Modal Perusahaan. | Perusahaan yang tumbuh mempunyai kebijaksanaan pendanaan eksternal yang lebih kecil dibandingkan dengan perusahaan yang tidak tumbuh. |
| 8 | 2005 | Susanto | Pengaruh Kebijakan Dividen dan Pertumbuhan Perusahaan terhadap Perubahan Harga Saham pada waktu Ex-Dividend Day di Bursa Efek Jakarta. | Pertumbuhan perusahaan mempunyai pengaruh yang positif terhadap harga saham. |

B. Pertumbuhan Perusahaan

Tingkat pertumbuhan suatu perusahaan akan menunjukkan sampai seberapa jauh perusahaan akan menggunakan hutang sebagai sumber pembiayaannya. Dalam hubungannya dengan *leverage*, perusahaan dengan tingkat pertumbuhan yang tinggi sebaiknya menggunakan ekuitas sebagai sumber pembiayaannya agar tidak terjadi biaya keagenan (*agency cost*) antara pemegang saham dengan manajemen perusahaan, sebaliknya, perusahaan dengan tingkat pertumbuhan yang rendah sebaiknya menggunakan hutang sebagai sumber pembiayaannya karena penggunaan hutang akan mengharuskan perusahaan tersebut membayar bunga secara teratur.

Pertumbuhan perusahaan merupakan kemampuan perusahaan untuk meningkatkan *size* (Kallapur dan Trombley, 2001) dan tingkat pertumbuhan perusahaan dapat diukur dari beberapa variable seperti *Price/Earning Ratio* (*Price per share/Earning per share*), *Price/Cash Flow ratio* (*Price per share/Cash Flow per share*), *Market/Book Ratio* (*market price per share/book value per share*), *Tobin'q*, Biaya pengembangan (*R & D Expense*) dibagi dengan total penjualan.

Perusahaan dengan tingkat pertumbuhan potensial yang tinggi memiliki kecenderungan untuk menghasilkan arus kas yang tinggi di masa yang akan datang dan kapitalisasi pasar yang tinggi sehingga memungkinkan perusahaan untuk memiliki biaya modal yang rendah, Oleh sebab itu, *leverage* memiliki hubungan yang negatif dengan tingkat pertumbuhan sehingga semakin tinggi tingkat pertumbuhan, maka semakin rendah pula rasio hutang terhadap ekuitas, dengan asumsi variabel yang lain konstan.

B. Kebijaksanaan Struktur Modal

Kebijaksanaan struktur modal pada dasarnya dibangun dari hubungan antara keputusan dalam pemilihan sumber dana (*financing decision*) dengan jenis investasi yang harus dipilih oleh perusahaan (*investment decision*) agar sejalan dengan tujuan perusahaan yaitu memaksimalkan kesejahteraan pemegang saham (*maximize shareholders wealth*) yang tercermin dari nilai perusahaan (*value of firm*) atau nilai pasar dari harga saham perusahaan (*equity securities*).

Dengan asumsi bahwa keputusan investasi dan tingkat dividen konstan maka keputusan dalam pemilihan sumber dana (*financing decision*) yang akan digunakan sebagai sumber pembiayaan investasi tersebut akan meningkatkan nilai perusahaan. Sumber dana (*financial structure*) dapat berasal dari hutang jangka pendek (*current liabilities*), hutang jangka panjang (*long term debt*), dan modal saham perusahaan yang terdiri dari saham preferen (*preferred stock*), dan saham biasa (*common stock*). Penggunaan hutang jangka pendek sebagai sumber pembiayaan untuk investasi yang bersifat jangka panjang relatif tidak menguntungkan bagi perusahaan, karena walaupun hutang jangka pendek memiliki resiko yang relatif rendah namun hutang jangka pendek memiliki jatuh tempo yang relatif lebih pendek sehingga perputaran hutang jangka pendek tidak akan mampu menutupi pengembalian (*return*) yang dihasilkan oleh investasi jangka panjang. Oleh sebab itu, hutang jangka pendek hanya digunakan sebagai modal kerja (*working capital*) perusahaan. Sedangkan untuk pembiayaan investasi yang bersifat jangka panjang, perusahaan sebaiknya menggunakan komponen sumber pembiayaan yang bersifat jangka panjang yaitu hutang jangka panjang, saham

preferen dan saham biasa atau sering disebut sebagai *capital structure* atau struktur modal perusahaan.

Kombinasi pemilihan struktur modal yang optimal (*optimal capital structure*) merupakan hal penting yang harus diperhatikan oleh perusahaan karena kombinasi pemilihan struktur modal tersebut akan mempengaruhi juga tingkat biaya modal (*cost of capital*) yang dikeluarkan oleh perusahaan. Tingkat biaya modal adalah biaya yang harus dikeluarkan oleh perusahaan untuk mendapatkan dana guna membiayai investasinya. Namun bagi investor, tingkat biaya modal adalah merupakan tingkat pengembalian yang diinginkan (*required rate of return*) atas investasi suatu aset perusahaan berdasarkan tingkat resiko yang diterima. Oleh sebab itu, tingkat biaya modal yang dikeluarkan oleh perusahaan akan sama dengan tingkat pengembalian yang diinginkan oleh investor. Apabila suatu perusahaan bermaksud untuk melakukan kombinasi atas struktur modal yang ada maka tingkat biaya modal dari struktur modal tersebut dihitung dengan menggunakan tingkat biaya modal rata-rata tertimbang (*weighted average cost of capital*). Tingkat biaya modal rata-rata tertimbang merupakan kombinasi dari tingkat biaya hutang (*cost of debt*) dan tingkat biaya ekuitas (*cost of equity*), yang dapat dihitung dengan rumus sebagai berikut (Sundjaya dan Barlian, 2002):

$$b_{m_{rt}} = (Pro_{hip} \times b_{h_{sp}}) + (Pro_{sp} \times b_{sp}) + (Pro_{sb} \times b_{Ld} \text{ atau } b_{sbb})$$
$$Pro_{hip} + Pro_{sp} + Pro_{sb} = 1$$

Dimana:

- . $b_{m_{rt}}$: Biaya modal rata rata tertimbang
- . $b_{h_{sp}}$: Biaya hutang jangka panjang sesudah pajak
- . b_{sp} : Biaya saham preferen

- . b_{ld} : Biaya laba ditahan
- . Pro_{hjp} : Proporsi hutang jangka panjang dalam struktur modal
- . Pro_{SP} : Proporsi saham preferen dalam struktur modal
- . Pro_{sb} : Proporsi modal saham biasa dalam struktur modal

Tingkat biaya modal rata-rata tertimbang hanya dapat dicapai apabila perusahaan telah menentukan struktur modalnya yang optimal. Struktur modal yang optimal suatu perusahaan harus berada pada keseimbangan antara resiko dan pengembalian yang memaksimalkan harga saham (Brigham dan Houston, 2001:5-6). Sedangkan menurut Van Horn, et.al (1998:459), struktur modal optimal bagi seluruh perusahaan dalam industri membutuhkan proporsi hutang yang lebih tinggi dari ekuitas.

Berikut akan dijelaskan tentang beberapa konsep struktur modal yang dikemukakan oleh para ahli, antara lain pendekatan tradisional, pendekatan laba.operasi, teori *trade-off*; *agency theory* dan *pecking order theory*.

1. Pendekatan tradisional

Menurut Husnan (1996), mereka yang menganut pendekatan tradisional berpendapat bahwa dalam kondisi pasar modal yang sempurna dan tidak ada pajak, nilai perusahaan (atau biaya modal perusahaan) bisa dirubah dengan cara merubah struktur modalnya. Pendapat ini dominan sampai dengan tahun 1950-an. Sedangkan menurut Van Horn dan Wachowicz (1998), pendekatan tradisional struktur modal menunjukkan bahwa: (1) biaya modal tergantung pada struktur modal perusahaan dan (2) terdapat struktur modal optimal.

Pendekatan ini mengasumsikan bahwa hingga leverage tertentu, resiko perusahaan tidak mengalami perubahan. Namun demikian setelah rasio leverage

tertentu, biaya hutang dan biaya modal sendiri meningkat. Peningkatan biaya modal sendiri akan semakin besar dan bahkan akan semakin besar daripada penurunan biaya karena penggunaan hutang yang lebih sedikit. Akibatnya biaya modal rata-rata tertimbang pada awalnya menurun dan setelah leverage tertentu akan meningkat. Oleh karena itu nilai perusahaan mula-mula meningkat dan akan menurun sebagai akibat dari penggunaan hutang yang semakin besar. Dengan demikian menurut pendekatan tradisional, terdapat struktur modal yang optimal untuk setiap perusahaan. Struktur modal yang optimal terjadi pada saat nilai perusahaan maksimum atau struktur modal yang mengakibatkan biaya modal rata-rata tertimbang minimum.

2. Pendekatan Laba Operasi

Dalam pendekatan laba operasi digunakan asumsi bahwa investor memiliki reaksi yang berbeda terhadap penggunaan hutang oleh perusahaan. Pendekatan ini melihat bahwa biaya modal rata-rata tertimbang konstan berapapun tingkat hutang yang digunakan perusahaan. Menurut Martono dan Harjito (2001) asumsi yang digunakan adalah: (1) biaya hutang konstan seperti halnya dalam pendekatan laba bersih. (2) penggunaan hutang yang semakin besar oleh pemilik modal sendiri dilihat sebagai peningkatan resiko perusahaan. Oleh karena itu tingkat keuntungan yang disyaratkan oleh pemilik modal sendiri akan meningkat sebagai akibat meningkatnya resiko perusahaan. Konsekuensinya biaya modal rata-rata tertimbang tidak mengalami perubahan dan keputusan struktur modal menjadi tidak penting.

3. Teori *Trade-Off*

Teori trade-off dari struktur modal menunjukkan bahwa hutang bermanfaat bagi perusahaan karena bunga dapat dikurangkan dalam menghitung pajak (*tax deductible*), tetapi hutang juga menimbulkan biaya yang berhubungan dengan kebangkrutan yang aktual dan potensial. Struktur modal yang optimal berada pada keseimbangan antara manfaat pajak dari hutang dan biaya yang berkaitan dengan kebangkrutan. Hal ini disebut juga dengan *Balance Theory*, dimana perusahaan berupaya mempertahankan struktur modal yang optimal dengan tujuan memaksimalkan nilai perusahaan.

Menurut Sundjaya dan Barlian (2002), teori struktur modal yang optimal didasarkan atas keseimbangan antara manfaat dan biaya dari pembiayaan dengan hutang. Manfaat terbesar dari suatu pembiayaan dengan hutang adalah pengurangan pajak yang diperoleh dari pemerintah yang mengizinkan bahwa bunga atas hutang dapat dikurangi dalam menghitung pendapatan kena pajak. Sedangkan biaya dari hutang dihasilkan dari: (1) peningkatan kemungkinan kebangkrutan yang disebabkan oleh kewajiban hutang yang tergantung pada tingkat resiko bisnis dan resiko keuangan. (2) biaya agen dan pengendalian tindakan perusahaan (3) biaya yang berkaitan dengan manajer yang mempunyai informasi lebih banyak tentang prospek perusahaan daripada investor.

4. Agency theory

Teori biaya keagenan (*agency cost*) diawali dengan masalah keagenan (*agency problem*) yang terjadi di dalam suatu perusahaan. Teori ini dikemukakan oleh Michael C. Jensen dan William H. Meckling pada tahun 1976 (Home dan Wachowicz, 1998:482), manajemen merupakan agen dari pemegang saham dan pemegang saham

sebagai prinsipal atau pemilik perusahaan. Para pemegang saham berharap agen akan bertindak atas kepentingan mereka sehingga mendelegasikan wewenang kepada agen. Untuk dapat melakukan fungsinya dengan baik, manajemen harus diberikan insentif dan pengawasan yang memadai. Pengawasan dapat dilakukan melalui cara-cara seperti melakukan audit atas laporan keuangan dan membatasi kegiatan manajemen, membentuk struktur organisasi yang dapat membatasi manajemen dalam mengambil keputusan. Kegiatan pengawasan tentu saja membutuhkan biaya yang disebut dengan biaya agensi.

Menurut Home dan Wachowich (1998:482) biaya agensi adalah biaya-biaya yang berhubungan dengan pengawasan manajemen untuk meyakinkan bahwa manajemen bertindak konsisten sesuai dengan perjanjian kontraktual perusahaan dengan kreditor dan pemegang saham. Salah satu pendapat dalam teori agensi adalah siapapun yang menimbulkan biaya pengawasan, biaya yang timbul pasti merupakan tanggungan pemegang saham. Sebagai misal, pemegang obligasi mengantisipasi biaya pengawasan, membebankan bunga yang lebih tinggi. Semakin besar peluang timbulnya pengawasan, semakin tinggi tingkat bunga dan semakin rendah nilai perusahaan bagi pemegang saham. Biaya pengawasan berfungsi sebagai disinsentif dalam penerbitan obligasi, terutama dalam jumlah yang besar. Jumlah pengawasan yang diminta oleh pemegang obligasi akan meningkat seiring dengan meningkatnya jumlah obligasi yang beredar.

5. *Pecking order Theory*

Teori ini dikenalkan pertama kali oleh Donaldson pada tahun 1961 sedangkan penamaan *pecking order theory* dilakukan oleh Myers (1984) dalam Husnan (1996:324).

Teori ini menunjukkan urutan pendanaan dimulai dari laba ditahan, hutang dan penerbitan saham (ekuitas) pada urutan terakhir. Laba ditahan adalah sumber dana internal, sedangkan hutang dan ekuitas adalah sumber dana eksternal. Teori ini didasarkan pada, argumentasi bahwa penggunaan laba ditahan lebih murah biayanya dibandingkan penggunaan sumber dana eksternal. Penggunaan sumber dana eksternal melalui hutang hanya digunakan jika kebutuhan investasi lebih tinggi dari sumber dana internal.

Pecking order theory merupakan teori yang mendasari adanya hirarki struktur pendanaan. Teori ini dilatarbelakangi oleh adanya berbagai bukti empiris yang tidak konsisten. Myers (1984) dalam Mayangsari (2001), menyatakan bahwa nilai perusahaan akan negatif jika terjadi penerbitan saham atau pengurangan leverage. Hal ini juga didukung oleh Masulis (1980) dalam Mayangsari (2001) yang menyatakan bahwa perubahan rasio hutang yang mendekati puncak dalam kurva akan menaikkan leverage, sehingga terdapat peningkatan nilai perusahaan.

Pecking order theory menjelaskan mengapa perusahaan-perusahaan yang *profitable* umumnya meminjam dalam jumlah sedikit. Hal ini bukan disebabkan karena perusahaan tersebut mempunyai target *debt ratio* yang rendah, tapi karena perusahaan tersebut memerlukan *external financing* yang sedikit. Perusahaan yang kurang *profitable* akan cenderung mempunyai hutang yang lebih besar karena dana internal tidak cukup dan hutang merupakan sumber eksternal yang lebih disukai (Husnan, 1996:325).

C. Pertumbuhan Perusahaan dan Harga Saham

Pertumbuhan perusahaan sangat diharapkan oleh pihak internal maupun eksternal suatu perusahaan karena dapat memberikan suatu aspek yang positif bagi mereka. Dari sudut pandang investor, pertumbuhan suatu perusahaan merupakan tanda bahwa perusahaan memiliki aspek yang menguntungkan, dan mereka mengharapkan *rate of return* (tingkat pengembalian) dari investasi mereka memberikan hasil yang lebih baik.

Ambarish et.al.(1987) mengatakan bahwa harga saham yang dipengaruhi oleh kebijaksanaan struktur modal tergantung pada peluang tumbuh dari perusahaan tersebut. Untuk perusahaan yang tidak tumbuh (memiliki peluang tumbuh yang terbatas) harga saham akan merespon secara negatif jika perusahaan tersebut memiliki lebih sedikit equity di dalam struktur modalnya. Sedangkan untuk perusahaan yang tumbuh (perusahaan yang memiliki peluang tumbuh yang tinggi) harga saham akan merespon secara positif jika perusahaan tersebut memiliki lebih banyak equity di dalam struktur modalnya.

Pendapat ini didukung oleh Jensen (1986), teori aliran kas bebas dari Jensen mengatakan bahwa ada peranan dari peluang tumbuh perusahaan dalam kaitannya dengan perubahan harga saham yang disebabkan perubahan kebijaksanaan struktur modal. Mereka menemukan bukti bahwa perusahaan yang memiliki peluang tumbuh yang menguntungkan harga saham akan berubah secara positif, sebab dengan adanya perubahan struktur modal memungkinkan perusahaan akan memperoleh nilai sekarang yang positif.

Perbedaan antara harga saham perusahaan yang memiliki peluang tumbuh dengan perusahaan yang tidak memiliki peluang tumbuh sesuai dengan dasar pembentukan harga saham. Harga saham terbentuk daripada nilai sekarang dari keuntungan dan aliran kas di masa depan (Foster, 1986), perusahaan yang memiliki peluang untuk tumbuh mempunyai keuntungan dan aliran kas di masa depan yang lebih besar daripada perusahaan yang tidak memiliki peluang tumbuh.

Miller dan Rock (1985) dalam Susanto (2005) memberikan suatu model, dimana model tersebut dibangun dengan anggapan bahwa manager mengetahui banyak informasi yang ada diperusahaan sedangkan investor tidak begitu mengetahui mengenai keadaan perusahaan yang sebenarnya. Menurut mereka investor akan bereaksi secara cepat terhadap kebijaksanaan dividen dan struktur modal yang dibuat perusahaan, sehingga hal ini akan mempengaruhi harga saham.

Ambarish, John dan William (1987) mendukung pendapat Miller dan Rock. Mereka membangun suatu model dimana kebijakan pendanaan dan dividen yang dibuat suatu perusahaan berisi informasi tentang nilai aktiva ditempat suatu perusahaan. Mereka mengatakan bahwa harga saham akan bereaksi terhadap kebijakan dividen perusahaan dan kesempatan tumbuh dari perusahaan tersebut. Untuk perusahaan yang tidak tumbuh, pengumuman dividen yang rendah akan mempengaruhi secara negatif terhadap harga saham. Sedangkan untuk perusahaan yang tumbuh, pengumuman tersebut akan menaikkan harga saham.

BAB III

METODOLOGI PENELITIAN.

A. Populasi dan Sampel Penelitian

Perusahaan yang menjadi populasi adalah perusahaan manufaktur yang terdaftar di bursa efek Jakarta dari tahun 2000 sampai tahun 2004 (lima tahun setelah krisis). Penelitian ini tidak menggunakan sampel karena semua populasi dijadikan sampel. Dengan kata lain sifat penelitian ini adalah sensus.

B. Metode Penelitian

Ditinjau dari tujuannya, penelitian ini dinamakan penelitian terapan, karena penelitian ini diarahkan untuk mendapatkan informasi yang dapat digunakan untuk pemecahan masalah. Penelitian terapan dilakukan dengan tujuan menerapkan, menguji, dan mengevaluasi kemampuan suatu teori yang diterapkan. Metode penelitian ini merupakan penelitian *ex post facto*, yaitu penelitian yang dilakukan untuk meneliti peristiwa yang telah terjadi dengan melihat data masa yang lalu.

C. Sumber Data dan Teknik Pengumpulan Data

Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder yang diperoleh dari Indonesia Capital Market Directory tahun 2002 dan 2004. Data yang diperoleh dari Indonesia Capital Market Directory merupakan data tentang pertumbuhan perusahaan dan kebijaksanaan struktur modal. Sedangkan data

perubahan harga saham diperoleh dari pojok bursa efek Fakultas Ekonomi Universitas Gadjah Mada. Data yang diambil berupa gabungan antara data times series dan cross sectional (pooled data).

D. Definisi Operasional Variabel

Variabel penelitian ini dikelompokkan menjadi tiga kelompok yaitu: (1) variabel independen, (2) variabel dependen dan (3) variabel intervening. Variabel independen pada penelitian ini adalah pertumbuhan perusahaan, dan variabel dependennya adalah perubahan harga saham sedangkan variabel interveningnya adalah kebijaksanaan struktur modal. Pengukuran untuk masing-masing variabel adalah sebagai berikut:

1. Pertumbuhan Perusahaan

Pertumbuhan perusahaan merupakan kemampuan perusahaan untuk meningkatkan *size*, yang dapat diproxikan dengan adanya peningkatan aktiva, ekuitas, laba dan penjualan serta nilai Tobin-q. Alat ukur variabel pertumbuhan perusahaan dalam penelitian ini dilihat dari nilai Tobin-q. Perusahaan dikatakan tumbuh jika nilai tobin-q lebih besar atau sama dengan 1, dan dikatakan tidak tumbuh jika mempunyai nilai lebih kecil dari 1. Tobin-q dapat dihitung dengan rumus sebagai berikut:

$$\text{TOBIN Q} = \frac{\text{Total debt} + (\text{outstanding share} \times \text{Closing Price})}{\text{Book Value of Asset}}$$

Keterangan:

| | | |
|---------------------|---|---|
| Total Debt | = | Total hutang perusahaan per 31 Desember |
| Outstanding Share | = | Jumlah saham yang beredar per 31 Desember |
| Closing Price | = | Harga penutupan saham per 31 Desember |
| Book Value of Asset | = | Nilai Buku Aktiva per 31 Desember |

Parameter dalam variabel pertumbuhan perusahaan ini menggunakan skala rasio.

2. Perubahan Harga Saham

Perubahan harga saham merupakan perubahan harga saham dari suatu periode peristiwa ke periode peristiwa berikutnya, yang dalam hal ini dinilai dari return saham tersebut. Dalam penelitian ini perubahan harga saham diproksikan dengan *Cumulative Abnormal Return* (CAR) atau akumulasi return tidak normal (ARTN) yang merupakan penjumlahan return tidak normal dalam periode peristiwa untuk masing-masing sekuritas. Return tidak normal (*abnormal return*) adalah selisih antara return sesungguhnya terjadi dengan return ekspektasi (Hartono, 2000), yang dihitung dengan rumus sebagai berikut :

$$RTN_{i,t} = R_{i,t} - E[R_{i,t}] \quad (1)$$

$RTN_{i,t}$ = Return tidak normal (*abnormal return*) sekuritas ke-i pada periode peristiwa ke-t.

$R_{i,t}$ = Return sesungguhnya yang terjadi untuk sekuritas ke-i pada periode peristiwa ke-t.

$E[R_{i,t}]$ = Return ekspektasi sekuritas ke-i untuk periode peristiwa ke-t.

Berikutnya adalah perhitungan CAR atau ARTN dengan rumus sebagai berikut:

$ARTN_{i,t} =$

$ARTN_{i,t}$ Akumulasi return tidak normal. (*cumulative abnormal return*) sekuritas ke-i pada hari ke-t, yang diakumulasi dari return tidak normal sekuritas ke-i mulai dari awal periode peristiwa (t_3) sampai dengan akhir periode peristiwa..

$RTN_{i,a}$ = Return tidak normal (*abnormal return*) sekuritas ke-i pada hari ke-a, yaitu mulai t-3 sampai hari ke-t+3

Parameter dalam variabel perubahan harga saham menggunakan skala rasio.

3. Kebijakan struktur modal

Kebijakan struktur modal merupakan kebijakan perusahaan dalam pemilihan sumber dana, baik yang berasal dari internal maupun eksternal. Sumber dana internal perusahaan berasal dari laba ditahan, sedangkan sumber dana eksternal berasal dari hutang dan penerbitan saham (ekuitas). Proporsi antara penggunaan modal sendiri dan hutang dalam memenuhi kebutuhan dan perusahaan disebut dengan struktur modal perusahaan. Dalam penelitian ini sebagai proksi dari kebijakan struktur modal yaitu total hutang terhadap total aktiva. Pengukuran ini telah digunakan oleh Pandey (2002) dan beberapa

penelitian terdahulu. Alasan penelitian ini menggunakan total hutang keatas aktiva karena kondisi di Indonesia. Indonesia sebagai negara yang sedang berkembang sering menggantikan hutang jangka pendek menjadi hutang jangka panjang dan roll over hutang jangka pendek (Human, 2001; Pandey, 2002). Pengukuran daripada struktur modal adalah sebagai berikut:

$$\text{Capital Structure} = \frac{\text{TotalDebt}}{\text{Total Asset}}$$

Parameter yang digunakan dalam variabel kebijaksanaan struktur modal adalah skala rasio.

E. Teknik Pengujian Data

Pengujian data yang dilakukan dalam penelitian ini adalah dengan menggunakan model regresi . Dalam suatu penelitian, kemungkinan munculnya masalah dalam analisis regresi cukup sering dalam mencocokkan model prediksi ke dalam sebuah model yang telah dimasukkan ke dalam serangkaian data. Masalah ini sering disebut dengan pengujian asumsi klasik yang meliputi pengujian normalitas, autokorelasi, heterokedastisitas dan multikolinearitas. Uji asumsi klasik ini dilakukan dengan bantuan program SPSS.

1. Uji Normalitas

Uji normalitas bertujuan untuk menguji apakah dalam model regresi, variabel terikat dan variabel bebas keduanya memiliki distribusi normal atau

tidak. Model regresi yang baik adalah memiliki distribusi data normal atau mendekati normal. Untuk melihat normalitas data dapat dilakukan dengan melihat histogram atau normal probabilitas plot. Persyaratan normalitas bisa dipenuhi jika residual berasal dari distribusi normal dan nilai-nilai sebaran data akan terletak disekitar garis lurus (Santoso, 2003).

2. Uji Autokorelasi

Uji Autokorelasi bertujuan menguji apakah dalam suatu model regresi linear ada korelasi antara kesalahan pengganggu pada periode t dengan kesalahan pada periode $t-1$ atau sebelumnya. Jika terjadi korelasi, maka dinamakan ada problem autokorelasi. Autokorelasi muncul karena observasi yang berurutan sepanjang waktu berkaitan satu sama lain. Masalah ini timbul karena residual atau kesalahan pengganggu tidak bebas dari satu observasi ke observasi lainnya. Hal ini sering ditemukan pada data runtut waktu atau *time series* karena “gangguan” pada seorang individu/kelompok cenderung mempengaruhi “gangguan” pada individu/kelompok yang sama pada periode berikutnya. Pada data crosssection atau silang waktu, masalah atokorelasi relatif jarang terjadi karena “gangguan” pada observasi yang berbeda berasal dari individu/kelompok yang berbeda. Model regresi yang baik adalah regresi yang bebas dari autokorelasi.

Pada penelitian ini, uji autokorelasi dilakukan dengan menggunakan uji Durbin-Watson . Jika nilai Durbin-Watson terletak antara -2 sampai +2, maka tidak terjadi autokorelasi.

3. Uji Heteroskedastisitas

Uji heteroskedastisitas bertujuan untuk menguji apakah dari model regresi terjadi ketidaksamaan varians dari residual suatu pengamatan dengan pengamatan yang lain. Model regresi yang baik adalah yang homokedastisitas, dimana pada nilai variabel independen tertentu masing-masing kesalahan mempunyai nilai varian yang sama. Jika model yang diperoleh ternyata tidak memenuhi asumsi tersebut maka dalam model tersebut terjadi heteroskedastisitas.

Pada penelitian ini, uji heterokedastisitas dilakukan dengan uji Park. Park mengemukakan metode bahwa variance (s^2) merupakan fungsi dari variabel-variabel bebas. Suatu model dikatakan terdapat gejala heterokedastisitas jika koefisien parameter beta dari persamaan regresi tersebut signifikan secara statistik. Sebaliknya, jika parameter beta tidak signifikan secara statistik, hal ini menunjukkan bahwa data model empiris yang diestimasi tidak terdapat heterokedastisitas.

4. Uji Multikolinearitas

Uji Multikolinearitas bertujuan untuk menguji apakah dalam model regresi ditemukan adanya korelasi antara satu variabel bebas dengan variabel bebas yang lain. Pengujian ini dilakukan dengan cara melihat gejala-gejala yang biasa dipakai untuk melihat adanya multikolinearitas yaitu antara lain dengan melihat koefisien determinasinya (R^2). Multikolinearitas terjadi apabila nilai korelasi antar variabel independen di dalam koefisien persamaan regresi yang dapat dilihat pada matriks korelasi lebih tinggi dari 0,8.

F. Pengujian Hipotesis

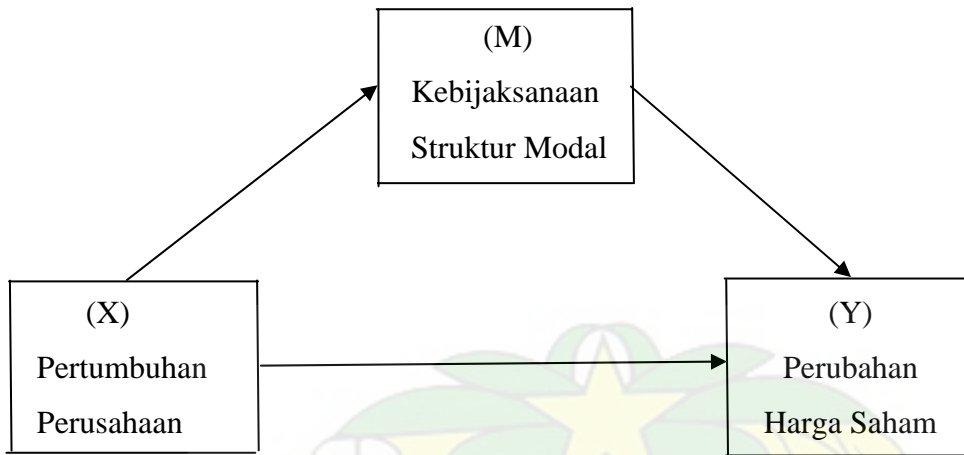
a. Pengujian hipotesis satu, dua dan tiga

Pengujian hipotesis satu dua dan tiga menggunakan analisa regresi sederhana, karena hanya satu variabel independennya.

b. Pengujian hipotesis keempat

Untuk menguji hipotesis empat, yaitu untuk melihat apakah kebijaksanaan struktur modal mempengaruhi hubungan antara pertumbuhan perusahaan dengan perubahan harga saham menggunakan analisis hirakikal yang digunakan oleh Baron and Kenny (1986), dengan model dan langkahlangkah sebagai berikut:

Gambar 3.1
Model Analisis Hirakikal



X = Variabel Independen

M = Variabel Intervening

Y = Variabel dependen

$Y=f(X) -a+bX$

$M=f(X) -c+dX$

$Y=f(M) =e+fM$

$Y=f(X,M)=g+hX+iM$

Keterangan:

X = Pertumbuhan perusahaan

M = Kebijakan Struktur modal

Y = Perubahan Harga saham

a,c,e,g = Konstanta

b,d,fh,j = Koefisien regresi

Suatu variabel intervening dikatakan sebagai variabel intervening penuh jika:

b 0

d 0

f 0 also j 0

h=0

Suatu variabel intervening dikatakan sebagai variable intervening sebahagian jika:

b 0

d 0

f 0 also j 0

h 0 but $h < b$



BAB IV HASIL DAN PEMBAHASAN

A. Diskripsi Data Penelitian

Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan manufaktur sejak tahun 2000 sampai tahun 2004 yang berjumlah 767 sampel. Setelah dilakukan uji normalitas, ternyata penvebaran data tidak normal, sehingga dilakukan uji outlier untuk melihat kemungkinan ada data yang menyimpang terlalu jauh dan data yang ada. Uji outlier mendapati bahwa ada beberapa data yang menyimpang terlalu jauh dari data rata-rata yang berasal dari 22 perusahaan, sehingga perusahaan tersebut dikeluarkan dari sampel penelitian dan menyebabkan jumiah sampai menjadi 745. Hai ini dapat diiihat dari tabel data sampei berikut ini,

label 4. 1

Tabel Data Sampel

| | |
|---|---------|
| Julah perusahaan | 156 |
| Tahun amatan | 5 Tahun |
| Jumlah total amatan | 780 |
| Jumlah perusahaan yang tidak penuh listed selama periode amatan | 13 |
| Jumlah perusahaan yang outlier | 22 |
| Jumlah sampel yang menjadi amatan | 745 |

Diskripsi data penelitian dari masing-masing variable yang meliputi nilai mean, standar deviasi, maksimum dan minimum dapat dilihat pada table 4.2 berikut ini.

Tabel 4.2
Diskripsi Data Penelitian

| Variabel | Mean | Std Deviasi | Minimum | Maksimum |
|-------------------|--------|-------------|---------|----------|
| Tobin-q | 1.4134 | 0,7528 | 0,36 | 4,29 |
| Capital Structure | 0,6526 | 0,4644 | 0,06 | 3,21 |
| Return Saham | 0,0921 | 0,2673 | -1.36 | 1,68 |

Sumber : Lampiran 1

Dan data pada table 4.2 tersebut dapat dilihat bahwa perusahaan yang terdaftar pada Bursa Efek Jakarta mempunyai rata-rata perusahaan yang tumbuh karena nilai rata-rata Tobin-q di atas satu. Struktur modal perusahaan rata-rata sebesar 0,65. Hal ini berarti bahwa perusahaan lebih banyak menggunakan hutang dalam pembiayaan perusahaannya. Jika dilihat dari nilai maksimum struktur modal (*capital structure*), ternyata ada perusahaan yang memiliki hutang yang lebih besar dari jumlah aktivasinya. Dengan kata lain, ekuiti perusahaan tersebut memiliki nilai yang negatif. Nilai rata-rata return saham sebesar 0,09 mengidentifikasikan ada peningkatan harga saham diantara tanggal pengumuman laporan keuangan.

B. Teknik Pengujian Data

1. Uji Normalitas Data

Pengujian normalitas data dilakukan dengan uji Skewness. Berdasarkan uji ini, maka suatu data dikatakan memiliki distribusi normal jika Z_{hitung} lebih kecil dari Z_{tabel} . Nilai Z_{tabel} dari uji Skewness dapat dihitung dengan rumus sebagai berikut:

$$Z_{hitung} = \frac{\text{Skewness}}{\sqrt{n}}$$

Setelah dilakukan Uji normalitas dengan melihat nilai skewness, ternyata seluruh data mempunyai distribusi tidak normal. Model regresi yang baik adalah memiliki distribusi normal atau mendekati normal. Berdasarkan hal tersebut, maka langkah selanjutnya adalah melakukan uji outlier untuk membuang data yang menyebabkan distribusi tidak normal. Setelah dilakukan uji outlier dilakukan uji normalitas kembali, hasilnya dapat dilihat pada table 4.3 berikut ini.

Tabel 4.3
uji Normalitas

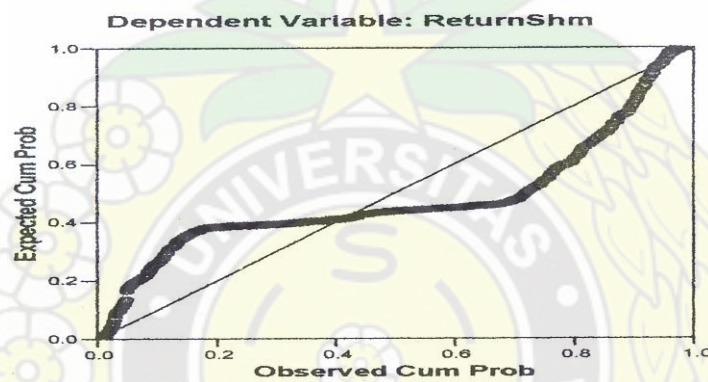
| Variabel | Z_{tabel} | Skewness | Z_{hitung} | Keputusan |
|-------------------|-------------|----------|--------------|--------------|
| Tobin-q | 2.58 | 1.456 | 16.18 | Tidak Normal |
| Capital Structure | 2.58 | 2.047 | 22.74 | Tidak Normal |
| Return Saham | 2.58 | 0.956 | 10.62 | Tidak Normal |

Sumber: Lampiran 1

Dari tabel 4.3 tersebut dapat dikatakan bahwa seluruh data masih tidak mempunyai distribusi normal. Langkah selanjutnya dalam melihat apakah distribusi data mendekati normal atau tidak adalah dengan melihat normal probability plot

(Ghozali, 2003). Metode ini membandingkan distribusi kumulatif dari data sesungguhnya dengan distribusi kumulatif dari distribusi normal. Distribusi normal akan membentuk satu garis lurus diagonal, dan plotting data akan dibandingkan dengan garis diagonalnya. Jika distribusi data normal atau mendekati normal, maka garis yang menggambarkan data sesungguhnya akan mengikuti garis diagonalnya. Hasil pengujian dengan metode ini dapat dilihat pada gambar 4.1 berikut ini.

Normal P-p Plot of Regression Standardized RBSIdUaI



Dengan melihat grafik normal plot dapat disimpulkan bahwa distribusi data memang tidak normal. Hal ini dapat dilihat bahwa pada grafik normal plot terlihat titik-titik menyebar jauh dari garis diagonal, serta penyebarannya tidak mengikuti arah garis diagonal.

Walaupun data tidak mempunyai distribusi normal, tetapi data tersebut dapat digunakan untuk melakukan pengujian hipotesis, karena hampir seluruh populasi dijadikan data penelitian. Gujarati (1995) mengatakan bahwa jika lebih dari 60% populasi digunakan sebagai sampel penelitian maka syarat normalitas data tidak diperlukan dalam melakukan pengujian OLS (*Ordinary Least square*).

2. Uji Multikolinearitas

Pengujian multikolinearitas dilakukan dengan melihat nilai VIF dan korelasi diantara variabel independen. Ringkasan hasil uji multikolinearitas dapat dilihat pada tabel 4.4 berikut ini.

Tabel 4.4

| Variabel | Nilai Korelasi | | | Nilai VIF |
|-------------------|----------------|-------------------|--------------|-----------|
| | Tobin-q | Capital Structure | Return Saham | |
| Tobin-q | 1.000 | -0.297 | 0.321 | 1.000 |
| Capital Structure | -0.297 | 1.000 | -0.339 | 1.000 |
| Return Saham | 0.321 | -0.339 | 1.000 | - |

Sumber: Lampiran 1 dan Lampiran 4, 5

Berdasarkan kriteria pengujian multikolinearitas, maka dapat disimpulkan bahwa diantara variabel bebas tidak terjadi multikolinearitas karena nilai dari VIF tidak ada yang lebih besar dari 2. Disamping itu, berdasarkan matrik korelasi diantara variabel ,bebas, ternyata tidak ada variabel bebas yang mempunyai korelasi lebih besar dari 0,9. Berarti pengujian dengan melihat nilai VIF dan nilai korelasi diantara variabel bebas memberikan hasil yang konsisten.

3. Uji Heterokedastisitas

Uji heterokedastisitas dilakukan dengan uji Park. Park mengemukakan metode bahwa variance (s^2) merupakan fungsi dari variabel-variabel bebas.

Suatu model dikatakan terdapat gejala heterokedastisitas jika koefisien parameter beta dari persamaan regresi tersebut signifikan secara statistik. Sebaliknya, jika parameter beta tidak signifikan secara statistik, hal ini menunjukkan bahwa data model empiris yang diestimasi tidak terdapat heterokedastisitas. Berdasarkan uji park yang dilakukan dapat dikatakan bahwa model penelitian bebas dari gejala heterokedastisitas, walaupun ada beberapa dari koefisien beta dari masing-masing model yang signifikan secara statistik. Hasil uji park dapat dilihat pada tabel 4.5 berikut ini.

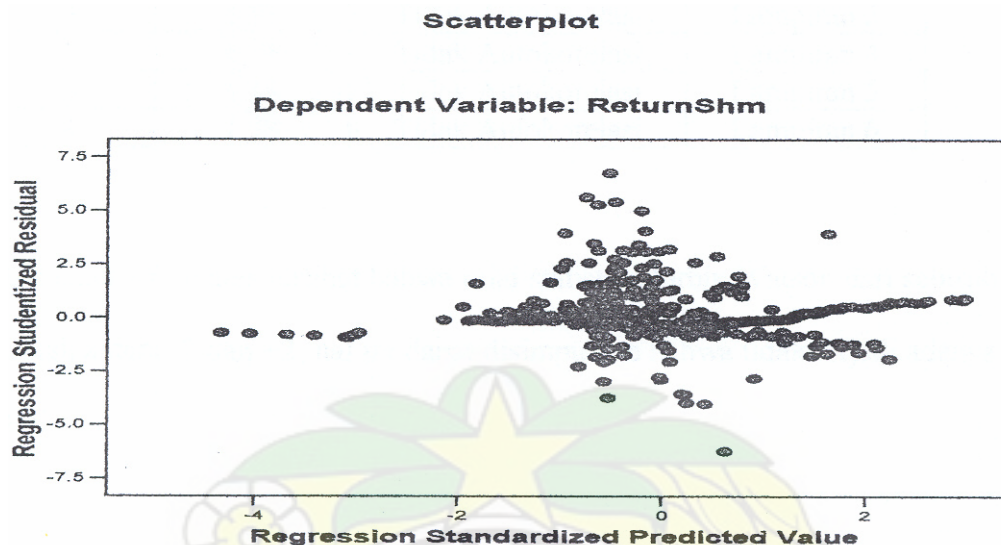
Tabel 4.5
Hasil Pengujian Park

| Model | Unstandardized Coefficient | | Standardized Coefficient | t | Sig |
|-------------------|----------------------------|-----------|--------------------------|---------|-------|
| | B | Std Error | Beta | | |
| Constant | -2.348 | 0.099 | | -23.682 | 0.000 |
| Tobin-q | 0.121 | 0.047 | 0.099 | 2.601 | 0.009 |
| Capital Structure | -0.112 | 0.076 | -0.056 | -1.475 | 0.141 |

Sumber: Lampiran 2

Nilai koefisien parameter beta dari persamaan regresi untuk variabel tobin-q signifikan secara statistik sedangkan untuk variabel struktur modal tidak signifikan. Jika nilai koefisien parameter beta tidak signifikan berarti pada model ini tidak terjadi gejala heterokedastisitas. Karena ada nilai koefisien parameter beta yang signifikan, maka untuk melihat apakah model ini masih bisa digunakan untuk uji hipotesis

dilakukan uji heterokedastisitas dengan melihat grafk plot. Hasil pengujian dengan grafik dapat dilihat pada gambar 4.2 berikut ini.



Dari grafik scatterplots di atas terlihat titik-titik menyebar secara acak serta tersebar baik di atas maupun dibawah angka nol pada sumbu Y. Hal ini dapat disimpulkan bahwa tidak terjadi heterokedastisitas.

4. Uji Autokorelasi.

Pada penelitian ini, uji autokorelasi dilakukan dengan uji Durbin Watson. Cara mendeteksi apakah dalam model tersebut terjadi gejala autokorelasi adalah dengan melihat nilai statistik Durbin Watson. Jika nilai statistik Durbin Watson terletak antara -2 dan +2 maka tidak terjadi autokorelasi (Santoso, 2001).

Ringkasan hasil pengujian Durbin-Watson dapat dilihat pada tabel 4.6 berikut ini.

Tabel 4.6

| Model | Nilai DW | Keputusan | Sumber |
|-------|----------|--------------------|------------|
| 1 | 1.79 | Tidak Autokorelasi | Lampiran 3 |
| 2 | 1.74 | Tidak Autokorelasi | Lampiran 4 |
| 3 | 1.88 | Tidak Autokorelasi | Lampiran 5 |
| 4 | 1.83 | Tidak Autokorelasi | Lampiran 6 |

Dari tabel 4.6 di atas terlihat bahwa nilai statistik Durbin Watson dari seluruh model terletak antara -2 dan +2, hal ini dapat disimpulkan bahwa tidak terjadi adanya autokorelasi.

C. Pengujian Hipotesis

1. Pengujian Hipotesis 1

Setelah dilakukan pengujian asumsi klasik, maka selanjutnya dilakukan pengujian hipotesis dengan menggunakan analisis regresi. Pengujian hipotesis dilakukan untuk melihat apakah ada pengaruh pertumbuhan perusahaan terhadap harga saham. Ringkasan hasil pengujian hipotesis dapat dilihat pada tabel 4.7 berikut ini.

Tabel 4.7 Ringkasan Uji Hipotesis

| Model | Unstandardized Coefficient | | Standardized Coefficient | t | Sig |
|----------|----------------------------|-----------|--------------------------|-------|-------|
| | B ⁿ | Std Error | Beta | | |
| Constant | -0.069 | 0.020 | | 3.501 | 0.000 |
| Tobin-q | 0.114 | 0.012 | 0.321 | 9.247 | - |

R = 0,321
 R² = 0,103
 F = 85,506
 Sig. F = 0,000
 Sumber: Lampiran 3

Nilai R pada intinya untuk mengukur seberapa besar hubungan antara independen variabel dengan dependen variabel. Berdasarkan hasil pengujian, diperoleh nilai R sebesar 0,321, hal ini menunjukkan bahwa variabel pertumbuhan perusahaan mempunyai hubungan dengan perubahan harga saham sebesar 32,1 %.

Sedangkan nilai R square (R^2) atau nilai koefisien determinasi pada intinya mengukur seberapa jauh kemampuan model dalam menerangkan variasi variabel dependen. Nilai R^2 adalah diantara nol dan satu. Nilai R^2 yang kecil berarti kemampuan variabel-variabel independen dalam menjelaskan variasi variabel dependen sangat terbatas. Nilai yang mendekati satu berarti variabel-variabel dependen memberikan hampir semua informasi yang dibutuhkan untuk memprediksi variasi-variabel dependen. Nilai R^2 sebesar 0,103 mempunyai arti bahwa variabel dependen mampu dijelaskan oleh variabel independen sebesar 10,3%. Dengan kata lain 10,3 % perubahan dalam harga saham mampu dijelaskan variabel pertumbuhan

perusahaan, sedangkan 89,7% dijelaskan oleh faktor lain yang tidak dukutkan dalam penelitian ini.

Dari uji ANOVA atau F test, didapat F hitung sebesar 85,506 dengan tingkat signifikan 0,000. Karena probabilitas 0,000 lebih kecil dari 0,05, maka hasil dari model regresi menunjukkan bahwa. terdapat pengaruh signifikan antara pertumbuhan perusahaan terhadap perubahan harga saham. Dengan kata lain, model regresi layak dipakai untuk memprediksi harga saham berdasarkan masukan variabel independen pertumbuhan perusahaan. Dari uraian tersebut, maka dapat diambil kesimpulan bahwa ada pengaruh pertumbuhan perusahaan terhadap perubahan harga saham. Berdasarkan hasil uji hipotesis yang telah dilakukan maka model penelitian untuk perubahan harga saham adalah sebagai berikut:

$$\text{Harga Saham} = -0,0069 + 0,114 \text{ Pertumbuhan Perusahaan}$$

Dari persamaan diatas, dapat dilihat bahwa koefisien dari variabel pertumbuhan perusahaan yang positif memberi makna bahwa informasi tentang pertumbuhan perusahaan akan direspon secara positif oleh investor, sehingga akan meningkatkan harga saham.

2. Pengujian Hipotesis 2

Pengujian hipotesis 2 dilakukan untuk melihat apakah ada pengaruh pertumbuhan perusahaan terhadap struktur modal. Ringkasan hasil pengujian hipotesis dapat dilihat pada tabel 4.8 berikut ini.

Tabel 4.8
Ringkasan Uji Hipotesis 2

| Model | Unstandardized Coefficient | | Standardized Coefficient | t | Sig |
|----------|----------------------------|-----------|--------------------------|--------|-------|
| | B | Std Error | Beta | | |
| Constant | 0.911 | 0.035 | | 26.331 | 0.000 |
| Tobin-q | -0.183 | 0.022 | -0.297 | -8.467 | 0.000 |

R = 0,297

RZ = 0,088

F = 71,682

Sig. F = 0,000

Sumber: Lampiran 4

Berdasarkan hasil pengujian, diperoleh nilai R sebesar 0,297, hal ini menunjukkan bahwa variabel pertumbuhan perusahaan mempunyai hubungan dengan perubahan struktur modal sebesar 29,7%.

Sedangkan nilai R square (R^2) atau nilai koefisien determinasi pada intinya mengukur seberapa jauh kemampuan model dalam menerangkan variasi variabel dependen. Nilai R^2 sebesar 0,088 mempunyai arti bahwa variabel dependen mampu dijelaskan oleh variabel independen sebesar 8,8 %. Dengan kata lain 8,8 % perubahan dalam struktur modal mampu dijelaskan variabel pertumbuhan perusahaan, sedangkan 91,2% dijelaskan oleh faktor lain yang tidak diikuti dalam penelitian ini.

Dari uji ANOVA atau F test, didapat F hitung dengan tingkat signifikan 0,000. Karena probabilitas 0,000 lebih kecil dari 0,05, maka hasil dari model regresi menunjukkan bahwa ada pengaruh pertumbuhan perusahaan terhadap perubahan struktur modal. Dengan kata lain, model regresi layak dipakai untuk memprediksi

kebijaksanaan struktur modal berdasarkan masukan variabel independen pertumbuhan perusahaan. Dari uraian tersebut, maka dapat diambil kesimpulan bahwa ada pengaruh pertumbuhan perusahaan terhadap perubahan struktur modal. Berdasarkan hasil uji hipotesis yang telah dilakukan maka model penelitian untuk perubahan harga saham adalah sebagai berikut:

Struktur Modal-- 0,911- 0,183 Pertumbuhan Perusahaan

Dari persamaan diatas, dapat dilihat bahwa koefisien dari variabel pertumbuhan perusahaan yang negatif memberi makna bahwa jika perusahaan mempunyai indikasi akan melakukan pertumbuhan perusahaan maka manajer perusahaan akan melakukan struktur modal yang lebih banyak menggunakan ekuitas daripada hutang.

3. Pengujian Hipotesis 3

Pengujian hipotesis 3 dilakukan untuk melihat apakah ada pengaruh kebijaksanaan struktur modal terhadap perubahan harga saham. Ringkasan hasil pengujian hipotesis dapat dilihat pada tabel 4.9 berikut ini.

Tabel 4.9
Ringkasan Uji Hipotesis 3

| Model | Unstandardized Coefficient | | Standardized Coefficient | t | Sig |
|----------|----------------------------|-----------|--------------------------|--------|-------|
| | B | Std Error | Beta | | |
| Constant | 0.219 | 0.160 | | 13.799 | 0.000 |
| Tobin-q | -0.195 | 0.02 | -0.339 | -9.829 | 0.000 |

R = 0,339

RZ = 0,115

F = 96,618
Sig. F = 0,000
Sumber: Lampiran 5

Berdasarkan hasil pengujian, diperoleh nilai R sebesar 0,339, hal ini menunjukkan bahwa variabel struktur modal mempunyai hubungan dengan perubahan harga saham. Sedangkan nilai R square (R^2) atau nilai koefisien determinasi pada intinya mengukur seberapa jauh kemampuan model dalam menerangkan variasi variabel dependen. Nilai R^2 sebesar 0,115 mempunyai arti bahwa variabel dependen mampu dijelaskan oleh variabel independen sebesar 11,5 %. Dengan kata lain 11,5 % perubahan dalam harga saham mampu dijelaskan variabel kebijaksanaan struktur modal perusahaan, sedangkan 88,5% dijelaskan oleh faktor lain yang tidak diikutkan dalam penelitian ini.

Dari uji ANOVA atau F test, didapat F hitung dengan tingkat signifikan 0,000. Karena probabilitas 0,000 lebih kecil dari 0,05, maka hasil dari model regresi menunjukkan bahwa ada pengaruh struktur modal perusahaan terhadap perubahan harga saham. Dengan kata lain, model regresi layak dipakai untuk memprediksi perubahan harga saham berdasarkan masukan variabel independen kebijaksanaan struktur modal perusahaan. Berdasarkan hasil uji hipotesis yang telah dilakukan maka model penelitian untuk perubahan harga saham adalah sebagai berikut:

$$\text{Harga saham} = 0,219 - 0,195 \text{ Struktur modal Perusahaan}$$

Dari persamaan diatas, dapat dilihat bahwa koefisien dari variabel struktur modal perusahaan yang negatif memberi makna bahwa jika perusahaan menggunakan kebijaksanaan melalui hutang, maka akan terjadi penurunan harga saham.

4. Pengujian Hipotesis 4

Pengujian hipotesis 4 dilakukan untuk melihat apakah pengaruh pertumbuhan perusahaan terhadap perubahan harga saham melalui kebijaksanaan struktur modal. Ringkasan hasil pengujian hipotesis dapat dilihat pada tabel 4.10 berikut ini.

Tabel 4.10
Ringkasan Pengujian Hipotesis 4

| | | Koefisien | Prob |
|----------------|----------------|-----------|--------|
| Model 1 | | | |
| Konstanta | A | -0,069 | 0,000 |
| Tobinq | b ₁ | 0,114 | 0,000 |
| R | | | 0,321 |
| R ² | | | 0,103 |
| F | | | 85,506 |
| Prob. F | | | 0,000 |
| Model 2 | | | |
| Konstanta | C | 0,911 | 0,000 |
| Tobinq | d ₁ | -0,183 | 0,000 |
| R | | | 0,297 |
| R ² | | | 0,088 |
| F | | | 71,682 |
| Prob. F | | | 0,000 |
| Model 3 | | | |
| Konstanta | E | 0,219 | 0,000 |
| CapStruc | F | -0,195 | 0,000 |
| R | | | 0,339 |
| R ² | | | 0,115 |
| F | | | 96,618 |
| Prob. F | | | 0,000 |
| Model 4 | | | |
| Konstanta | G | 0,071 | 0,007 |
| Tobinq | h ₁ | 0,086 | 0,000 |
| CapStruc | J | -0,154 | 0,000 |
| R | | | 0,410 |
| R ² | | | 0,168 |
| F | | | 75,154 |
| Prob. F | | | 0,000 |

Sumber Lampiran 3,4,5 dan 6

Dari tabel 4.10 di atas dapat dibuat suatu ringkasan untuk mengambil suatu kesimpulan apakah kebijaksanaan struktur modal dikatakan sebagai variabel intervening penuh atau sebagian. Ringkasan tersebut dapat dilihat pada tabel 4.11

Tabel 4.11
Ringkasan Kriteria Uji

| Koefisien | Hasil | |
|------------|---------------------|-------------------|
| b | 0,114 | $b \neq 0$ |
| d | -0,183 | $d \neq 0$ |
| F | -0,195 | $f \neq 0$ |
| h | 0,086 | $h \neq 0, h < b$ |
| J | -0,154 | $j \neq 0$ |
| Kesimpulan | Partial Intervening | |

Dari hasil ringkasan kriteria uji di atas (tabel 4.11), terlihat bahwa koefisien regresi h sebesar 0,086, tidak sama dengan 0 dan lebih kecil dari koefisien regresi b. Hal ini berarti bahwa struktur modal merupakan variabel intervening sebagian (partial), artinya bahwa kebijaksanaan struktur modal tidak sepenuhnya memediasi antara pengaruh pertumbuhan perusahaan dengan perubahan harga saham.

D. Pembahasan

1. Pengaruh Pertumbuhan terhadap Perubahan Harga Saham

Pihak internal maupun eksternal suatu perusahaan selalu mengharapkan pertumbuhan perusahaan. Pertumbuhan perusahaan diharapkan dapat membenarkan suatu aspek yang positif bagi mereka. Dari sudut pandang investor, pertumbuhan suatu perusahaan merupakan suatu tanda bahwa perusahaan memiliki aspek yang

menguntungkan, dan mereka mengharapkan *rate of return* (tingkat pengembalian) dari investasi mereka memberikan hasil yang lebih baik.

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa pertumbuhan perusahaan mempunyai pengaruh yang positif terhadap perubahan harga saham, hal ini dapat dilihat dari nilai koefisien regresi pertumbuhan perusahaan sebesar 0,114 dengan tingkat signifikansi 0,000, yang berarti bahwa setiap peningkatan pertumbuhan sebesar 1 satuan akan berdampak pada peningkatan harga saham sebesar 0,114 satuan. Hal ini menunjukkan bahwa investor akan memberikan respon secara positif mengenai informasi adanya pertumbuhan perusahaan, sehingga akan menyebabkan peningkatan harga saham. Dan hasil penelitian ini mendukung model informasi asimetris dari Ambarish, John dan William (1987) dan teori aliran kas bebas dari Jensen (1986) yang menyediakan suatu dasar bahwa ada hubungan antara pertumbuhan perusahaan dan harga saham.

2. Pengaruh Pertumbuhan terhadap Kebijakan Struktur Modal

Perusahaan dengan tingkat pertumbuhan potensial yang tinggi memiliki kecenderungan untuk menghasilkan arus kas yang tinggi di masa yang akan datang dan kapitalisasi pasar yang tinggi sehingga memungkinkan perusahaan untuk memiliki biaya modal yang rendah. Oleh sebab itu, *leverage* memiliki hubungan yang negatif dengan tingkat pertumbuhan sehingga semakin tinggi tingkat pertumbuhan maka semakin rendah pula rasio hutang terhadap ekuitas.

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa pertumbuhan perusahaan mempunyai pengaruh yang negatif terhadap kebijakan struktur modal, yang dapat dilihat dari

nilai koefisien regresi pertumbuhan sebesar -0,183 dengan tingkat signifikansi 0,000 yang berarti bahwa setiap peningkatan pertumbuhan sebesar 1 satuan akan berdampak pada penurunan hutang sebesar 0,183 satuan. Hal ini menunjukkan bahwa jika perusahaan akan melakukan pertumbuhan maka pihak manajer akan menentukan kebijaksanaan struktur modal yang lebih banyak menggunakan ekuitas daripada hutang.

3. Pengaruh Kebijaksanaan Struktur Modal terhadap Harga Saham

Kebijaksanaan struktur modal pada dasarnya dibangun dari hubungan antara keputusan dalam pemilihan sumber dana (*financing decision*) dengan jenis investasi yang harus dipilih oleh perusahaan (*investment decision*) agar sejalan dengan tujuan perusahaan yaitu memaksimalkan kesejahteraan pemegang saham (*maximize shareholders wealth*) yang tercermin dari nilai perusahaan (*value of firm*) atau nilai pasar dari harga saham perusahaan. Proporsi antara penggunaan modal sendiri dan hutang dalam memenuhi kebutuhan dana perusahaan disebut dengan struktur modal perusahaan. Struktur modal yang optimal suatu perusahaan harus berada pada keseimbangan antara resiko dan pengembalian yang memaksimalkan harga saham (Brigham dan Houston, 2001).

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa kebijaksanaan struktur modal berpengaruh secara negatif terhadap perubahan harga saham, yang dapat dilihat dari nilai koefisien regresi struktur modal sebesar -0,195 dengan signifikansi 0,000, yang berarti bahwa setiap adanya peningkatan hutang sebesar 1 satuan akan berdampak

pada penurunan harga saham sebesar 0,195 satuan. Hal ini menunjukkan bahwa jika perusahaan menggunakan kebijaksanaan melalui hutang maka akan terjadi penurunan harga saham.

4. Pengaruh Pertumbuhan terhadap Perubahan Harga Saham Melalui Struktur Modal

Perumbuhan perusahaan akan mempengaruhi kebijaksanaan struktur modal, kebijaksanaan dividen, dan kebijaksanaan kompensasi yang akan dilakukan perusahaan. Perusahaan yang tumbuh cenderung mempunyai lebih banyak NPV positif yang tersedia. Arus kas yang dihasilkan oleh operasi diperlukan untuk mendanai proyek ini, dan para manajer akan lebih sedikit menggunakan uang pada cara yang tidak optimal, kecenderungan ini akan membuat perusahaan mempunyai hutang yang lebih sedikit untuk mendanai proyek investasinya atau pertumbuhannya. Hal ini sesuai dengan keputusan pendanaan *pecking order theory* yang menyebutkan bahwa perusahaan cenderung memilih pendanaan yang berasal dari internal daripada eksternal.

Hasil penelitian sebelumnya yang diantaranya dilakukan oleh Subekti (2001) dan Risanty (2004) menunjukkan bahwa adanya pengaruh antara pertumbuhan perusahaan dengan struktur modal, hasil penelitian tersebut didukung oleh penelitian ini yang memberi hasil bahwa terdapat pengaruh antara pertumbuhan perusahaan terhadap struktur modal. Disamping itu ada dasar teori yang menyatakan bahwa kebijaksanaan struktur modal akan mempengaruhi harga saham, menurut Brigham

(2001) selama tingkat utang yang lebih tinggi menaikkan laba per saham yang diharapkan, leverage bekerja mengungkit harga saham. Namun, tingkat utang yang lebih tinggi juga meningkatkan resiko perusahaan, yang menaikkan biaya ekuitas dan selanjutnya menurunkan harga saham.

Berdasarkan hasil penelitian ini menunjukkan bahwa pertumbuhan perusahaan mempunyai pengaruh langsung terhadap harga saham, yang dapat dilihat dari hasil kriteria uji yang dilakukan menunjukkan bahwa koefisien regresi h sebesar 0,086, tidak sama dengan 0 dan lebih kecil dari koefisien regresi b sebesar 0,114. Hal ini berarti bahwa struktur modal merupakan variabel intervening sebagian, yang menunjukkan bahwa informasi tentang adanya pertumbuhan perusahaan langsung akan mempengaruhi harga saham.



BAB V

KESIMPULAN DAN SARAN

A. Kesimpulan

Dari hasil analisis yang telah dibahas, penulis dapat mengambil beberapa kesimpulan sebagai berikut:

1. Pertumbuhan perusahaan mempunyai pengaruh yang positif terhadap perubahan harga saham, hal ini berarti bahwa informasi tentang adanya pertumbuhan perusahaan akan direspon secara positif oleh investor, sehingga akan meningkatkan harga saham. Hasil penelitian ini mendukung hasil penelitian yang dilakukan oleh Susanto (2005).
2. Pertumbuhan perusahaan mempunyai pengaruh yang negatif terhadap kebijaksanaan struktur modal, yang memberi arti bahwa jika perusahaan akan melakukan pertumbuhan maka manajer akan menetapkan struktur modal yang lebih banyak menggunakan ekuitas daripada hutang. Hasil penelitian ini mendukung hasil penelitian yang dilakukan oleh Kallapur dan Trombley (1999), Subekti (2041) dan Risanty (2004) bahwa potensi pertumbuhan suatu perusahaan akan mempengaruhi kebijakan yang dibuat oleh perusahaan dan teori yang menyatakan bahwa *leverage* memiliki hubungan yang negatif dengan tingkat pertumbuhan sehingga semakin tinggi tingkat pertumbuhan maka semakin rendah pula rasio hutang terhadap ekuitas.

3. Struktur modal mempunyai pengaruh negatif terhadap perubahan harga saham, yang memberi arti bahwa jika kebijaksanaan struktur modal perusahaan lebih banyak menggunakan hutang maka akan terjadi penurunan harga saham. Hasil penelitian ini menambah dukungan terhadap teori yang menyatakan bahwa struktur modal yang optimal suatu perusahaan harus berada pada keseimbangan antara resiko dan pengembalian yang memaksimumkan harga saham.
4. Pertumbuhan perusahaan mempunyai pengaruh yang langsung terhadap perubahan harga saham. Hal ini ditunjukkan dari hasil kriteria uji yang telah dilakukan bahwa kebijaksanaan struktur modal merupakan variabel intervening sebagian.

B. Keterbatasan

1. Penelitian ini hanya terbatas pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta (BEJ).
2. Penelitian ini hanya meneliti variabel pengaruh pertumbuhan terhadap perubahan harga saham, sedangkan faktor yang mempengaruhi harga saham yang lain tidak diikutkan dalam penelitian ini.

C. Saran

Berdasarkan kesimpulan tersebut, maka perlu dilakukan penyempurnaan terhadap penelitian yang dilakukan. Penyempurnaan yang disarankan penulis adalah sebagai berikut.

1. Untuk peneliti lanjutan disarankan untuk menggunakan sampel jenis perusahaan jasa atau jenis perusahaan lain yang belum diteliti dengan periode penelitian yang lebih panjang sehingga hasilnya lebih dapat digeneralisir.
2. Nilai koefisien determinasi yang masih rendah dalam penelitian ini hendaknya dijadikan pertimbangan oleh peneliti berikutnya untuk memasukkan variabel yang secara teoritis bisa dimasukkan dalam model persamaan regresi yang ada.
3. Dalam memberikan pinjaman, pihak kreditur hendaknya selalu memperhatikan kemampuan perusahaan dalam melunasi kewajiban finansialnya. Hal ini menyangkut resiko kredit macet akibat pembiayaan utang yang akan dilakukan perusahaan. Bagi pihak investor, hendaknya dalam menanamkan modalnya juga mempertimbangkan struktur modal perusahaan tersebut.



DAFTAR PUSTAKA

- Ambarish, R., John, K., and William, J, 1987, Efficient Signaling with Dividend and Investment. *Journal of Finance* 42 (June): 321-343
- Baron, R. M., & Kenny, D. A., (1986). The moderator-mediator variable distinction in social psychological research: Conceptual, strategic and statistical considerations. *Journal of Personality and Social Psychology*, 51, 1173-1182.
- Brigham, Eugene.F and Joel Houston, 2001, *Manajemen Keuangan*, Edisi kedelapan, Edisi Indonesia, Buku II, penerbit Erlangga, Jakarta.
- Brown, S., dan J. Warner, 1985, "Using Daily Stock Return", *Journal of Financial Economics*, Vol.21, 161-193.
- Dimson, E., 1979, "Risk Measurement When Shares are subject to Infrequent Trading", dalam *Teori Portofolio dan Analisis investasi*, 1998, Jogianto H.M., Yogyakarta, BPFE.
- Foster, George, 1986, "Financial statement Analysis", New Jersey : prentice-Hall Englewood Cliffs.
- Fowler, D.J., dan C. H. Rorke, 1983, "The Risk Measurement When Shares are Subjected to infrequent Trading", dalam *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*, 1998, Jogianto H.M., Yogyakarta, BPFE.
- Gujarati, D. 1995, *Basic Econometrics*. 3 rd ed. Mc-Grawhill. New York.
- Hartono, Jogianto, 1998 "Teori Portofolio dan Analisis investasi", Yogyakarta: BPFE.
- Husnan, Suad, 1996, *Manajemen Keuangan Teori dan Penerapan Keputusan Jangka Panjang*, Edisi 4, BPFE, Yogyakarta.
- Husnan S ,2001, *Indonesia in Corporate Governance and Finance in East Asia: A Study of Indonesia, Republic of Korea, Malaysia, Philippines, and Thailand*. Volume 2, edited by: Zhuang J., David Edwards and Viginita A. Capulong, Asian Development Bank.
- Indriantoro, Nur dan Bambang Supomo, 2002, *Metodologi Penelitian Bisnis Untuk Akuntansi dan Manajemen*, Edisi Pertama, BPFE Yogyakarta.
- Jensen, M. 1986, "Agency Cost of Free Cash Flow, Corporate Fiance, and Takeovers", *American Economic Review* 76, 323-329.

- Kaliapur, Sanjay, dan Mark A. Trombley, 1999, "The Association Between Investment Opportunity Set Proxies and Realized Growth", *Journal of Business & Accounting* 26, April/May, 505519.
- Keown, 2003, "Basic Financial Management", New Jersey: Prentice-Hall Englewood Cliffs.
- Martono, D. Agus Harjito, 2001, *Manajemen Keuangan*, Edisi Pertama, Penerbit Ekonisia Kampus Fakultas Ekonomi UH, Yogyakarta
- Mayangsari, Sekar, 2001, Analisis Faktor-faktor yang Mempengaruhi keputusan Pendanaan Perusahaan : Pengujian Pecking Order Hypothesis, *Media Riset Akuntansi Auditing dan Informasi*, Vol. 1 No.3 Desember, 2001.
- Pandey I.M, 2002, Capital Structure and Market Power Interaction: Evidence from Malaysia in Zamri Ahmad, Ruhani Ali, Subramaniam Pillay, 2002. Proceeding for the fourth annual Malaysia Finance Association Symposium. 31st May-Ist June 2002. Penang Malaysia.
- Risanty, 2004, "Hubungan Investment Opportunity Set dengan Kebijakan Dividen dan Struktur Modal Perusahaan", Tesis S2, Program Pasca Sarjana, Universitas Sumatera Utara.
- Rozeeff, M. 1982, "Growth, Beta, and Agency Cost as Determinants of Dividend Payout ratios", *Journal of Financial research* 5, 249-259.
- Santoso Singgih, 2003, *SPSS Versi 10 Mengolah Data Statistik Secara Profesional*, PT. Elex Media Komputindo Gramedia, Jakarta.
- Subekti, Imam dan Indra Wijaya Kesuma, 2001, "Asosiasi antara Set Kesempatan Investasi dengan Kebijakan Pendanaan dan Dividen Perusahaan, serta Implikasinya pada Perubahan Harga Saham", *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*, Vol, 4, No. 1.
- Susanto, Rudi, 2005, Pengaruh Kebijakan Dividen dan Pertumbuhan Perusahaan terhadap Perubahan Harga Saham pada waktu Ex-Dividend Day di Bursa Efek Jakarta, Program Pascasarjana USU, Medan.
- Van Horne, James C and John M. Wachowicz, Jr, 1998, *Prinsip-prinsip Manajemen Keuangan*, Edisi Sembilan, Edisi Indonesia, Salemba Empat, Jakarta.