

**DETERMINAN KEBIJAKAN STRUKTUR MODAL SERTA
PENGARUHNYA TERHADAP HARGA SAHAM PADA
PERUSAHAAN YANG TERDAFTAR
DI JAKARTA ISLAMIC INDEX**

Oleh: Fadilla

Dosen Sekolah Tinggi Ekonomi dan Bisnis Syari'ah (STEBIS) IGM Palembang

Email: dilla@stebisigm.ac.id

ABSTRAK

Tujuan penelitian ini yang pertama adalah untuk menganalisis pengaruh antara laba ditahan, ROA (return on asset), struktur aktiva, current ratio, dan PER (price earning ratio) terhadap harga saham secara langsung. Kedua menganalisis pengaruh antara laba ditahan, ROA, struktur aktiva, current ratio, dan PER (price earning ratio) terhadap harga saham melalui DER (debt to equity ratio). Populasi dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan yang sahamnya terdaftar di JII (Jakarta Islamic Index) periode 2011-2015. Metode yang digunakan dalam penelitian ini adalah purposive sampling. Sampel dalam penelitian ini berjumlah sembilan perusahaan. Adapun teori yang dipakai dalam penelitian ini adalah pecking order theory (POT) dan signaling theory. POT adalah teori yang menjelaskan hubungan antara laba ditahan, ROA, struktur aktiva, current ratio, dan PER (price earning ratio) terhadap DER. Sedangkan signaling theory menjelaskan pengaruh antara laba ditahan, ROA, struktur aktiva, current ratio, dan PER (price earning ratio) terhadap harga saham melalui DER. Teknik analisis yang digunakan dalam penelitian ini adalah analisis jalur. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa terdapat pengaruh yang signifikan antara laba ditahan dan ROA terhadap harga saham secara langsung. Sedangkan struktur aktiva, current ratio, dan PER (price earning ratio) tidak berpengaruh terhadap harga saham secara langsung. Laba ditahan, ROA, struktur aktiva, current ratio, dan PER (price earning ratio) tidak berpengaruh terhadap harga saham melalui perantara DER (debt to equity ratio).

Kata kunci : Harga Saham, Struktur Modal, *Pecking Order Theory* (POT), *Signaling Theory*, Analisis Jalur, DER (*debt to equity ratio*)

DASAR PEMIKIRAN

Pada masa sekarang ini saham merupakan salah satu investasi yang menarik bagi investor. Salah satu indeks yang semakin banyak diminati investor adalah JII (*Jakarta Islamic Index*). Bukti bahwa indeks JII banyak diminati investor terlihat dari indeks JII yang dari tahun ke tahun terus mengalami peningkatan. Tahun 2009 indeks JII sebesar 0,17%. Pada akhir tahun 2010 indeks JII meningkat menjadi 0,54%. Pada

akhir tahun 2011 indeks JII tetap (sama dengan tahun 2010 yaitu 0,54%). JII dapat meningkatkan indeksnya kembali di akhir tahun 2012 yaitu sebesar 0,73% dan terus meningkat sampai 2015.

Biasanya indeks yang meningkat cenderung diikuti dengan harga saham yang meningkat juga, hal ini karena harga saham merupakan cerminan nilai perusahaan, dan salah satu tujuan perusahaan yang *go-public* adalah bagaimana meningkatkan nilai perusahaannya. Namun hal ini tidak terjadi pada beberapa perusahaan yang terdaftar di JII. Perusahaan-perusahaan tersebut antara lain : Inco Vale Indonesia Tbk, Sampoerna Argo Tbk, Tambang Batu Bara Bukit Asam (Persero), Tbk Timah Persero Tbk, United Tractors Tbk. Perubahan harga saham perusahaan di JII periode 2011-2015 dapat dilihat dari grafik dibawah ini.

Grafik 1.1

Perubahan Harga Saham Beberapa Perusahaan di JII Periode 20011-2015



Sumber : data sekunder yang diolah

Harga saham merupakan cerminan nilai perusahaan dan salah satu tujuan perusahaan yang *go-public* adalah bagaimana meningkatkan nilai perusahaannya. Harga saham yang tinggi menunjukkan tingkat pertumbuhan perusahaan yang tinggi juga. Oleh sebab itu manajer keuangan akan selalu berusaha untuk meningkatkan harga saham perusahaan guna meningkatkan nilai perusahaannya.

Dalam *signaling* teori dijelaskan bahwa struktur modal berpengaruh terhadap harga saham. *Signaling* teori menyatakan bahwa hutang merupakan isyarat yang diberikan kepada investor melalui keputusan suatu perusahaan untuk menggunakan hutang atau saham dalam memperoleh modal baru. Penggunaan saham merupakan isyarat negatif, sedangkan penggunaan hutang merupakan isyarat positif atau paling tidak merupakan isyarat yang netral. Perusahaan berusaha menghindari penerbitan saham dengan mempertahankan suatu cadangan kapasitas untuk meminjam.

Beberapa penelitian terdahulu menunjukkan bahwa terdapat pengaruh antara struktur modal dan harga saham. Sriwardani melakukan penelitian yang berjudul Pengaruh Pertumbuhan Perusahaan Terhadap Kebijakan Struktur Modal dan Dampaknya Terhadap Perubahan Harga Saham pada Perusahaan Manufaktur. Hasil penelitiannya menunjukkan bahwa struktur modal yang *diproxi* dengan DER (*debt to equity ratio*) memiliki pengaruh yang negatif dan signifikan terhadap harga saham.

(Sriwardani, et al, 2013 : 1). Hasil penelitian ini bertentangan dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Widianingsih. Penelitian yang berjudul Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Harga Saham ini menunjukkan bahwa tidak terdapat pengaruh antara DER dan harga saham. (Widianingsih, 2010 : 1)

Fenomena yang terjadi pada beberapa perusahaan di JII yaitu indeks harga saham naik namun harga saham di beberapa perusahaan turun. Selain itu tingkat DER yang cenderung mengalami kenaikan pada tahun 2011-2015. Menurut *signaling theory* jika hutang perusahaan meningkat maka harga saham akan meningkat juga. Hal ini dikarenakan hutang merupakan isyarat positif bagi perusahaan yang menunjukkan bahwa perusahaan tidak menjual sahamnya dan memiliki kemampuannya untuk membiayai operasional perusahaan walau dengan cara berhutang. Penjualan saham oleh perusahaan mengindikasikan isyarat negatif karena perusahaan yang menjual sahamnya kemungkinan keadaan perusahaan tersebut tidak baik, sehingga perusahaan harus menjual sahamnya. Jadi minimal menjamin perusahaan dalam keadaan aman jika perusahaan berhutang. Selain kedua hal tersebut beberapa hasil penelitian yang belum konsisten yang dilakukan oleh peneliti-peneliti terdahulu memotivasi peneliti untuk melakukan penelitian kembali dengan topik ini. Sehingga judul penelitian ini adalah determinan kebijakan struktur modal serta pengaruhnya terhadap harga saham pada perusahaan yang terdaftar di *Jakarta Islamic Index* (JII).

Penelitian ini mengambil variabel DER (*debt to equity ratio*) yang merupakan perbandingan antara total hutang dan total modal sendiri. (Sartono, 2001 : 121). DER merupakan perwakilan dari struktur modal. Variabel kedua adalah ROA (*return on asset*) yaitu rasio laba bersih terhadap total aktiva. Fungsinya untuk mengukur pengembalian atas total aktiva setelah dikurangi bunga dan pajak. (Brigham dan Houston, 2001 : 90). Variabel ketiga adalah struktur aktiva yang merupakan perbandingan antara aktiva tetap dan total aktiva. (Kesuma, 2009 : 38). Variabel keempat adalah *current ratio* yang merupakan perbandingan antara aktiva lancar dan hutang lancar. (Brigham dan Houston, 2001 : 71). Variabel kelima adalah *price earning ratio* (PER) yaitu menggambarkan perbandingan antara harga saham terhadap *earning* perusahaan. Rasio harga per-saham terhadap laba per-saham juga menunjukkan jumlah dolar yang akan dibayar investor untuk setiap \$1. (Brigham dan Houston , 2001 : 92) Adapun laba ditahan merupakan bagian laba perusahaan yang telah disimpan dan tidak dibayarkan sebagai dividen kepada pemegang saham. (Brigham dan Houston, 2001 : 42)

Rumusan Masalah

Berdasarkan uraian di atas, maka permasalahan yang akan dibahas adalah :

- 1) Apakah laba ditahan, ROA, struktur aktiva, *current ratio*, dan PER berpengaruh terhadap harga saham secara langsung?
- 2) Apakah dan laba ditahan, ROA, struktur aktiva, *current ratio*, dan PER berpengaruh signifikan terhadap harga saham melalui DER?

TEORISASI HARGA SAHAM

Teori Yang Berhubungan Dengan Harga Saham

Banyak teori yang menjelaskan pengaruh beberapa variabel keuangan terhadap harga saham. Teori-teori tersebut antara lain *bird-in-the-hand theory* (teori burung ditangan), teori ekspektasi (pengharapan), *signaling theory*. Adapun *signaling theory* merupakan teori yang menjelaskan hubungan antara DER dan harga saham.

Signaling theory merupakan teori yang pertama kali dikembangkan oleh Ross pada tahun 1977. Dalam modelnya, kualitas manajerial adalah informasi pribadi. Sebuah perusahaan yang memiliki kualitas yang rendah tidak akan mampu membayar tingkat hutang tinggi, karena hutang yang terlampaui banyak (tinggi) akan menghantarkan perusahaan pada kebangkrutan. Sebaliknya perusahaan yang memiliki kualitas (kemampuan) yang tinggi akan dapat membayar hutang dalam jumlah yang tinggi. Akibatnya kemampuan yang tinggi dalam menggunakan hutang menunjukkan prospek yang baik tentang perusahaan di mata investor. (Sunday, et al , 2014 : Abstrak). *Signaling* teori merupakan *grand theory* dalam penelitian ini.

Dalam *signaling* teori dijelaskan bahwa struktur modal berpengaruh terhadap harga saham. *Signaling* teori menyatakan bahwa struktur modal merupakan isyarat yang diberikan kepada investor melalui keputusan suatu perusahaan untuk menggunakan hutang atau saham dalam memperoleh modal baru. Penggunaan saham merupakan isyarat negatif, sedangkan penggunaan hutang merupakan isyarat positif atau paling tidak merupakan isyarat yang netral. Akibatnya perusahaan berusaha menghindari penerbitan saham dengan mempertahankan suatu cadangan kapasitas untuk meminjam. (Brigham dan Houston, 2001 : 71)

METODE PENELITIAN

1. Populasi dan Sampel

Populasi dalam penelitian ini adalah semua perusahaan yang sahamnya terdaftar di *Jakarta Islamic Index* (JII) pada tahun 2011 sampai tahun 2015. Jumlah populasi di dalam penelitian ini semuanya berjumlah 59 perusahaan. Pengambilan sampel penelitian ini dilakukan dengan metode *purposive sampling*. Metode *purposive sampling* merupakan metode pengambilan sampel dengan menggunakan kriteria-kriteria khusus. Kriteria tersebut antara lain (1) Perusahaan terdaftar di JII selama periode 2011-2014. (2) Perusahaan melaporkan laporan keuangan yang lengkap selama periode tersebut, (3) Perusahaan mengalami penurunan harga saham terutama tahun 2012. Tabel di bawah ini merupakan hasil dari proses pemilihan sampel yang dilakukan oleh peneliti.

Tabel 1
Penentuan Sampel

Kriteria Sampel		
1	Perusahaan tercatat di JII selama 2011-2015	59
2	Perusahaan melaporkan laporan keuangan secara lengkap	(10) 49
3	Perusahaan mengalami penurunan harga saham terutama pada tahun 2012	(32) 17
	Data outlier	(8)
	Data sampel perusahaan yang dipilih	9

2. Metode Analisis Data

Pengujian hipotesis dengan menggunakan model analisis jalur. Analisis jalur merupakan perluasan dari regresi linier berganda. (Ghozali, 2010 : 70). Pada Analisis jalur terdapat variabel mediasi. Dalam proses meregresi terlebih dahulu peneliti menguji ROA, *current ratio*, *price earning ratio*, struktur aktiva, laba ditahan terhadap harga saham. Setelah itu peneliti akan menguji *current ratio*, *price earning ratio*, struktur aktiva, laba ditahan dan DER (*debt to equity ratio*) terhadap harga saham. Variabel mediasi dalam penelitian ini adalah DER (*debt to equity ratio*). Adapun persamaan regresi yang digunakan adalah :

$$DER = \alpha + \beta_1 LD + \beta_2 ROA + \beta_3 STA + \beta_4 CR + \beta_5 PER + e$$

$$HS = \alpha + \beta_1 LD + \beta_2 ROA + \beta_3 STA + \beta_4 CR + \beta_5 PER + \beta_6 DER + e$$

Keterangan:

HS	= harga saham
DER	= <i>debt to equity ratio</i>
α	= konstanta
$\beta_1 \beta_2 \beta_3 \beta_4 \beta_5 \beta_6$	= koefisien regresi
LD	= laba ditahan
ROA	= <i>return on assets</i>
STA	= struktur aktiva
CR	= <i>current ratio</i>
PER	= <i>price earning ratio</i>
e	= kesalahan residual

HASIL STUDI

Pembahasan Hasil Penelitian

Penelitian ini menguji pengaruh ROA, *Current ratio*, *Price Earning Ratio*, Struktur aktiva, Laba ditahan dan DER terhadap harga saham. Setelah itu hal in semua

akan diujikan pengaruhnya semua terhadap harga saham. Hasil dari ujinya terlihat dari tabel berikut ini :

Tabel 2
Hasil Pengujian Terhadap Harga saham

Variabel dependen	Variabel independen	B	t	p-value	Kesimpulan
Harga Saham	ROA	0.450	2.479	.019	Signifikan
	CR	-0.137	-.936	.357	Tidak signifikan
	PER	0.129	1.011	.321	Tidak signifikan
	STA	-.0171	-1.265	.216	Tidak signifikan
	Labaditahan	0.452	3.394	.002	Signifikan
	DER	-0.002	-.013	.990	Tidak signifikan

Sumber : Diolah dari data sekunder

Selain itu kita juga harus menguji pengaruh antara ROA, *current ratio*, *price earning ratio*, Struktur aktiva, laba ditahan terhadap DER. Hasil pengujian antara ROA, *Current ratio*, *price earning ratio*, struktur aktiva, laba ditahan terhadap DER dapat dilihat dari tabel 3 dibawah ini.

Tabel 3
Hasil Pengujian Terhadap DER

Persamaan	Variabel	Collinierity Statistics			Kesimpulan
		Standar	t	Sig	
DER (<i>debt to equity ratio</i>).	ROA	-0.666	-4.615	.000	Signifikan
	CR	-0.352	-2.542	.016	Signifikan
	PER	-.0100	-.764	.451	Tidak signifikan
	STA	-0.023	-.161	.873	Tidak signifikan
	Ln_labaditahan	-0.048	-.345	.732	Tidak signifikan

Sumber : Diolah dari data sekunder

Pada Tabel 2 diatas dapat diketahui bahwa hanya variabel ROA dan laba ditahan saja yang berpengaruh terhadap harga saham. *Pecking order theory* menyatakan bahwa laba ditahan berpengaruh terhadap struktur modal. Hal ini konsisten dengan hasil penelitian ini, terbukti dari nilai koefisien laba ditahan sebesar 0,452 dan signifikan pada 0,002. Temuan penelitian ini menunjukkan bahwa laba ditahan memiliki pengaruh terhadap harga saham. Jika laba ditahan tinggi maka harga saham perusahaan juga tinggi. Sebaliknya jika laba ditahan perusahaan rendah maka harga perusahaan rendah juga. . Namun laba ditahan tidak terpengaruh terhadap harga saham.

Adapun pengaruh ROA terhadap DER adalah negatif dan signifikan. Dengan asumsi bahwa jika keuntungan perusahaan tinggi, maka ada kecenderungan hutang perusahaan rendah. Pernyataan ini sesuai dengan teori *pecking order*. ROA berpengaruh positif dan signifikan terhadap harga saham diterima, tetapi meskipun ROA berpengaruh juga terhadap DER, DER dalam penelitian ini tidak berpengaruh terhadap harga saham. sehingga DER dalam penelitian ini bukanlah sebagai variabel mediasi.

Hasil penelitian ini menolak pernyataan bahwa struktur aktiva memiliki pengaruh langsung terhadap harga saham, serta menolak pernyataan yang menyatakan bahwa struktur aktiva berpengaruh terhadap harga saham melalui DER. Banyak penyebab struktur aktiva tidak ada pengaruh harga saham dan DER. Memang pada umumnya memang ada kecenderungan bahwa perusahaan yang besar dan memiliki aktiva yang banyak dapat melakukan pinjaman dan investor cenderung percaya menginvestasikan dana mereka pada perusahaan ini. Namun tidak semua perusahaan memilih untuk melakukan pinjaman jika mereka memiliki aktiva yang banyak sebagai agunan.

Banyak hal harus dipertimbangkan jika perusahaan memutuskan untuk berhutang. Salah satunya adalah risiko hutang tidak terbayar. Dalam *balancing theory* diterangkan bahwa hutang akan ditambah jika manfaatnya masih lebih besar sedangkan jika kerugian akan hutang dirasakan lebih besar maka hutang tidak akan di kurangi. Jadi meskipun perusahaan memiliki aktiva yang banyak, belum tentu perusahaan akan menambah hutangnya. Penambahan atau pengurangan hutang tergantung besarnya risiko dan keuntungan yang akan didapatkan jika perusahaan memutuskan untuk berhutang. Jadi besar atau kecilnya aktiva tidak mempengaruhi hutang perusahaan yang dalam penelitian ini *diproxi* dengan DER. Sehingga struktur aktiva tidak berpengaruh terhadap DER. Secara teori jika struktur aktiva perusahaan tidak memiliki pengaruh terhadap DER, maka otomatis tidak akan juga mempengaruhi harga saham.

Variabel *current ratio* terbukti berpengaruh terhadap DER. Hasil penelitian ini membuktikan kebenaran *pecking order theory*. Dengan asumsi bahwa perusahaan akan membiayai kegiatan perusahaan dengan tingkat hutang yang rendah terlebih dahulu baru yang kemudian yang tinggi. Maka dari itu *current ratio* berpengaruh negatif terhadap DER. Namun karena DER tidak berpengaruh terhadap harga saham. Maka *current ratio* tetap tidak berpengaruh terhadap harga saham, walaupun ketika *current ratio* diujikan pengaruhnya terhadap harga saham melalui DER *current ratio* berpengaruh terhadap DER.

Variabel PER (*price earning ratio*) terbukti tidak berpengaruh terhadap DER maka PER juga tidak berpengaruh terhadap harga saham, sebab DER pada penelitian ini bukan variabel mediasi. Perusahaan tidak menggunakan PER untuk membiayai kegiatan operasional perusahaannya dikarenakan perusahaan tidak ingin mengecewakan investor dengan mengurangi pengembalian investasinya. Oleh karena itu perusahaan tidak

mempertimbangkan untuk membiayai kekurangan dana perusahaan dengan PER. Sehingga PER tidak berpengaruh terhadap DER.

KESIMPULAN

Penelitian ini meneliti pengaruh laba ditahan, ROA (*return on asset*), struktur aktiva, *curent ratio*, dan *price earning ratio* (PER) terhadap harga saham secara langsung. Penelitian ini juga meneliti pengaruh laba ditahan, ROA (*return on asset*), struktur aktiva, *curent ratio*, *price earning ratio* (PER) terhadap harga saham melalui DER (*debt to equity ratio*). Periode penelitian ini selama lima (5) tahun yaitu tahun 2011-2015. Berdasarkan analisis data dan pembahasan yang telah dilakukan pada bab IV maka dapat ditarik kesimpulan sebagai berikut:

1. Laba ditahan berpengaruh positif dan signifikan terhadap harga saham
2. Laba ditahan tidak berpengaruh terhadap harga saham melalui DER
3. ROA berpengaruh positif dan signifikan terhadap harga saham
4. ROA tidak berpengaruh terhadap harga saham melalui DER (sebagai variabel intervening) lalu ke harga saham.
5. Struktur aktiva tidak memiliki pengaruh langsung terhadap harga saham
6. Struktur aktiva tidak berpengaruh terhadap harga saham melalui DER
7. *Current ratio* tidak memiliki pengaruh langsung terhadap harga saham
8. *Current ratio* tidak berpengaruh terhadap harga saham melalui DER
9. PER tidak memiliki pengaruh langsung terhadap harga saham
10. PER tidak berpengaruh terhadap harga saham melalui DER
11. DER tidak berpengaruh terhadap harga saham

SARAN

Peneliti menyarankan agar perusahaan-perusahaan yang ada di *Jakarta Islamic Index* lebih banyak menggunakan dana dari dalam terlebih dahulu baru dana dari luar. Hal ini karena terlalu banyak risiko yang harus dipikul oleh perusahaan dikemudian hari jika mengambil kebijakan menggunakan dana dari luar. Jika perusahaan memutuskan untuk berhutang berarti perusahaan harus siap untuk membayar kewajibannya dikemudian hari beserta bungannya.

Jika perusahaan memutuskan untuk menerbitkan saham baru, perusahaan harus siap menanggung konsekuensi yaitu biaya emisi yang besar dan salah satu risiko yang mungkin akan terjadi adalah harga jual saham yang terlalu rendah. Hal ini jelas merugikan perusahaan, disamping itu ada beberapa investor yang beranggapan bahwa jika perusahaan menerbitkan saham baru berarti keuangan perusahaan itu sedang bermasalah.

DAFTAR PUSTAKA

- Houston, Joel F dan Brigham, Eugene F.1998. *Manajemen Keuangan* (Edisi ke-8). Terj Oleh. Dodo Suharto dan Herman Wibowo. Jakarta, Erlangga
- Houston, Joel F dan Brigham, Eugene F. 2001. *Manajemen Keuangan* (Edisi ke-8). Terj Oleh. Dodo Suharto dan Herman Wibowo. Jakarta, Erlangga
- Ghozali, Imam. 2001. *Aplikasi Analisis Multivariate Dengan Program SPSS*. Semarang. Badan Penerbit Universitas Diponegoro
- Kesuma, Ali. 2009. “Analisis Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Struktur Modal Serta Pengaruhnya Terhadap Harga Saham Perusahaan Real Estate yang Go-publik di Bursa Efek Indonesia”. *Jurnal Manajemen dan Kewirausahaan*, Vol.11.No1 : 38-45
- Satrono, Agus. 2001. *Manajemen Keuangan Teori dan Aplikasi*, Edisi ke-empat. BPFE Yogyakarta. Yogyakarta
- Sriwardani, Ade Fatma Lubis dan Bulan Narumondang. 2010. ”Pengaruh Pertumbuhan Peruan Terhadap Kebijakan Strukur Modal dan Dampaknya Terhadap Perubahan Harga saham Pada Perusahaan Manufaktur”. *Jurnal mepaekonomi*. Vol.5 No.1, (<http://www.jurnalmepaekonomi>, di akses 20 desember 2013)
- Sunday, Ajao Owolabi dan Uduokobong Inyang Ema. 2013. “Internasional Pragmatic Review And Assessment OF Capital Structurs Determinants”. *Journal*. (<http://search.proquest.com/>, diakses 13 Februari 2014)
- Widaningsih. 2012. “Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Harga Saham” . *Jurnal Ekonomi dan Manajemen*, Vol.5. No.1 : Abstraksi.

