

Pasar Modal dan Karakteristik Investor Indonesia: Kasus Bursa Efek Jakarta

Teddy Chandra
Sekolah Tinggi Ilmu Komputer Riau

Abstract: *This article aims to describe the development of capital market in Indonesia—represented by Jakarta Stock Exchange (JSX) since the founding up to 2004 and to describe characteristics of investors in their tendency toward capital structure, corporate strategy, and the way they react on environment risks and how all of these bring effects on company's asset productivity, company's performance, and company's value as they sell their stocks in BEJ.*

Keywords: *stock market, Jakarta Stock Exchange, investors, capital structure*

Pasar keuangan (*Financial Market*) adalah pasar yang memperdagangkan semua bentuk surat-surat berharga baik jangka panjang maupun jangka pendek pada *primary market* ataupun *secondary market*. *Money Market* (pasar uang) merupakan bagian dari pasar keuangan yang khusus memperdagangkan semua bentuk surat berharga untuk jangka pendek (*Short Term*). Sementara pasar modal (*capital market*) memperdagangkan semua bentuk utang dan modal sendiri (saham) untuk jangka waktu lebih panjang (*long term*).

Pasar modal dibentuk untuk alasan ekonomi dan keuangan di mana alasan ekonominya adalah untuk mempertemukan antara orang yang mempunyai uang (investor) dengan perusahaan memerlukan dana untuk melakukan proses produksi. Pertemuan ini diharapkan akan meningkatkan kemakmuran baik bagi pihak yang mempunyai dana maupun pihak yang membutuhkan dana. Sementara alasan keuangan adalah pertemuan antara pihak yang mempunyai dana dan pihak yang membutuhkan dana ini akan membuat pihak yang mempunyai dana bebas untuk memilih bentuk investasi dan institusi yang diharapkan tanpa harus ikut serta memiliki secara langsung perusahaannya. Pihak

yang mempunyai dana hanya akan menginvestasikan dananya pada perusahaan yang dianggap menguntungkan, dimana makin besar atau tinggi risiko yang akan dihadapi maka tingkat keuntungan yang diharapkan akan semakin tinggi pula. Jadi, karena investor bebas melakukan investasi di mana saja dengan pertimbangan tingkat keuntungan dan risiko mengakibatkan terjadinya alokasi dana yang efisien yang selanjutnya akan membentuk pasar yang efisien.

Pasar modal di Indonesia sebenarnya sudah ada sebelum negara Indonesia lahir, yaitu pada masa pemerintahan kolonial Belanda yang didirikan pada tanggal 14 Desember 1912 dengan nama *Vereniging Voor de Effectenhandel* di Jakarta. Mengingat perkembangannya yang cukup pesat, pemerintahan kolonial Belanda mulai mendirikan bursa efek di kota-kota lain seperti Surabaya pada tanggal 11 Januari 1925 dan Semarang pada tanggal 1 Agustus 1925.

Karena terjadinya gejolak politik di Eropa, maka pada tahun 1939 pemerintahan kolonial Belanda menutup bursa efek di Surabaya dan Semarang sehingga kegiatan bursa efek dipusatkan di Jakarta. Dengan terjadinya perang dunia II mengakibatkan perekonomian dunia menjadi stagnan, sehingga pemerintahan kolonial Belanda terpaksa menutup bursa efek di Jakarta pada tanggal 10 Mei 1940.

Setelah berdirinya negara Republik Indonesia, maka pada tanggal 1 September 1951 pemerintahan Republik Indonesia kembali membuka bursa efek di

Alamat Korespondensi:

Teddy Chandra, Sekolah Tinggi Ilmu Komputer Riau Jl. A. Yani No. 78–88 Pekanbaru Riau

Jakarta melalui Undang-Undang darurat nomor 13 tentang Bursa. Undang-undang tersebut kemudian ditetapkan dengan Undang-undang nomor 15 tahun 1952. Namun, perjalanan bursa efek di Indonesia kembali mengalami kendala sehingga pada tahun 1956 bursa efek di Indonesia kembali ditutup.

Bursa Efek Jakarta diaktifkan kembali tanggal 10 Agustus 1977 setelah sempat terhenti 20 tahun sejak 1956. Pasar modal di Indonesia yang dibentuk adalah Bursa Efek Jakarta (BEJ) dan Bursa Efek Surabaya (BES). Pada saat itu BEJ dikelola oleh BAPEPAM (Badan Pelaksana Pasar Modal) suatu badan yang bernaung di bawah Departemen Keuangan. Namun, dengan desakan yang semakin kuat agar pasar modal di Indonesia bisa lebih profesional maka pada tanggal 13 Juli 1992 pemerintah melakukan swastanisasi terhadap BEJ menjadi PT Bursa Efek Jakarta.

Sejak diresmikan pasar modal Indonesia berkembang dengan pesat, saham yang di-*listing* semakin banyak hingga tahun 2004 jumlah emiten yang terdaftar sudah mencapai 417 dengan jumlah kapitalisasi pasar se-besar Rp679.949.070.000.000 (Bappepam, 2004). Dengan semakin aktifnya transaksi saham di pasar modal, investor harus lebih selektif dalam memilih saham yang akan diinvestasikan. Analisa fundamental dan analisa risiko merupakan sebagian cara untuk melihat kinerja saham yang akan dibeli. Perkembangan pasar modal di Indonesia mulai marak sejak dikeluarkannya Pakto 88 pada tanggal 27 Oktober 1988 yang menjadi reformasi dibidang moneter untuk merangsang ekspor non-migas, meningkatkan efisiensi dari Bank komersial, membuat kebijaksanaan moneter lebih efektif, meningkatkan simpanan domestik dan meningkatkan pasar modal. Akibatnya sejak tahun 1988 terdapat peningkatan jumlah emiten secara signifikan. Hal ini terlihat dari perkembangan jumlah emiten dan kapitalisasi pasar pada Tabel 1.

Perkembangan Bursa Efek Jakarta mulai melambat pada masa krisis tahun 1997 dengan kapitalisasi pasar menurun dari Rp215.026,1 miliar pada tahun 1996 menjadi Rp159.929,9 miliar. Mulai tahun 1998 pasar modal Indonesia mulai bergairah lagi dengan menunjukkan peningkatan jumlah kapitalisasi pasar yang sangat signifikan pada tahun 2004.

Tabel 1 Perkembangan Jumlah Emiten dan Kapitalisasi Pasar BEJ

Tahun	Jumlah Emiten		Jumlah Saham	Nilai Kapitalisasi (Rp.Miliar)
	Pertahun	Kumulatif		
1977	1	1	260.260	2,7
1978	0	1	330.260	4,1
1979	3	4	7.058.116	23,9
1980	2	6	14.588.116	41,0
1981	3	9	19.788.128	48,6
1982	5	14	39.948.208	99,3
1983	9	23	48.005.208	102,7
1984	1	24	57.498.184	91,1
1985	0	24	57.827.872	89,3
1986	0	24	58.349.872	94,2
1987	0	24	58.569.311	100,1
1988	1	25	72.844.043	449,2
1989	42	67	432.839.874	4.309,4
1990	65	132	1.779.936.594	14.186,6
1991	13	145	3.729.481.279	16.435,9
1992	17	162	6.253.916.082	24.839,5
1993	19	181	9.787.393.323	69.299,6
1994	50	231	23.854.339.821	103.835,2
1995	17	248	45.794.658.125	152.246,5
1996	19	267	77.240.833.399	215.026,1
1997	34	301	135.668.883.612	159.929,9
1998	3	304	170.549.123.166	175.729,0
1999	12	316	846.131.138.504	451.814,9
2000	25	341	1.186.306.671.808	259.621,2
2001	32	373	884.192.510.319	239.271,2
2002	20	393	939.544.513.105	268.776,6
2003	9	405	829.359.787.591	460.365,9
2004	12	417	656.447.198.554	679.949,1

(Sumber: Laporan Keuangan Bappepam)

PASAR MODAL INDONESIA

Seperti dijelaskan di awal tulisan bahwa pasar modal banyak dijalankan oleh negara-negara karena pasar modal menjalankan dua fungsi sekaligus, yaitu fungsi ekonomi dan fungsi keuangan. Dalam menjalankan fungsi ekonomi, pasar modal menjalankan fungsi sebagai sarana untuk memindahkan dana dari pihak yang memiliki kelebihan dana ke pihak yang memerlukan dana. Fungsi ini akan memberikan manfaat tidak hanya bagi pemilik dana maupun pihak yang memerlukan dana tersebut, tetapi juga negara karena akan berjalannya perekonomian. Sementara fungsi keuangan yang dijalankan adalah menyediakan dana yang dibutuhkan bagi pihak yang membutuhkan dana. Dipihak lain juga akan menyediakan fasilitas investasi bagi pemilik dana tanpa harus terlibat langsung dalam kepemilikan aktiva riil.

Dari fungsi yang dijalankan di atas bisa diambil pengertian pasar modal merupakan perdagangan instrumen keuangan (sekuritas) jangka panjang, baik dalam bentuk modal sendiri (*stocks*) maupun utang (*bonds*) baik yang diterbitkan oleh pemerintah (*public*

authorities) maupun oleh perusahaan swasta (*private sectors*). Jadi, pasar modal merupakan bagian dari pasar keuangan (*financial market*). Karena dalam *financial market* diperdagangkan semua bentuk utang dan modal baik dana jangka panjang maupun jangka pendek baik yang bersifat *negotiable* maupun yang *non-negotiable* (Usman, Marzuki, Riphath, Singgih, Ika, Syahrir, Pengetahuan pasar modal, 1997, 11).

Jika dibanding dengan pengertian bursa efek, maka bursa efek (*stock exchange*), yaitu pihak yang menyelenggarakan dan menyediakan sistem dan/atau sarana untuk mempertemukan penawaran jual dan beli efek kepada pihak-pihak lain dengan tujuan memperdagangkan efek di antara mereka. Dalam pengertian ini efek adalah surat berharga berupa surat pengakuan utang, surat berharga komersial, saham, obligasi, tanda bukti utang, unit penyertaan kontrak kolektif, kontrak berjangka atas efek dan setiap derivatif dari efek. Jadi, pasar modal adalah sistem atau *software*-nya sedangkan bursa efek adalah *hardware* atau sarananya.

Perkembangan pasar modal Indonesia sangat menggembirakan belakangan ini, hal ini bisa terlihat pada perkembangan Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) yang menakjubkan belakangan ini seperti yang tergambar pada Tabel 2.

Dari Tabel 2 terlihat bahwa untuk tahun 2004 pertama kalinya indeks di Bursa Efek Jakarta menembus angka 1000 sehingga terjadi peningkatan 44,56% dibanding dengan tahun 2003, yaitu dari 691,90

pada tahun 2003 menjadi 1000,23 pada tahun 2004. padahal jika dilihat dari perkembangan bursa regional, selama tahun 2004 dibanding tahun 2003 tidak ada yang meningkat setinggi Bursa Efek Jakarta. Bahkan bursa Thailand (SETI) mengalami penurunan sebesar 13,48% dibanding tahun 2003, yaitu dari 772,15 tahun 2003 menjadi 668,10 pada tahun 2004. Secara umum pemodal menganggap perkembangan politik dan keamanan Indonesia cukup baik sehingga mereka berani melakukan investasi di Indonesia. Hal ini terlihat dari proses pemilihan Presiden dan Wakil Presiden serta anggota Legislatif yang berlangsung dengan lancar. Di samping itu, peningkatan rating kredit Indonesia oleh Fitch Rating terjadi peningkatan karena adanya perbaikan ekonomi dan berkurangnya *political risk* seiring proses pemilu yang berjalan dengan aman. Kedatangan pemodal ini membuat indeks bursa meningkat drastis. Namun, kenaikan ini sedikit tertahan akibat terjadinya kecenderungan kenaikan harga minyak dunia yang mencapai US\$55.67 (Bappepam, 2004).

Di Indonesia ada dua bursa, yaitu Bursa Efek Jakarta (BEJ) dan Bursa Efek Surabaya (BES). Fungsi kedua bursa ini masih rancu hingga sekarang, sehingga tidak diketahui secara pasti apa perbedaan kedua bursa ini. Sedianya BEJ hanya menangani segmen emiten besar sementara itu, BES menangani segmen emiten kecil. Dengan berjalannya waktu perbedaan ini semakin kabur terutama sejak BEJ membagi emiten menjadi dua papan, yaitu papan utama (*main board*) dan papan pengembang (*development*

Tabel 2 Perkembangan Indeks Harga Saham di Bursa-bursa Regional.

Tahun	Hsi meng (Hongkong)		IHSG (Indonesia)		KLSE (Malaysia)		PSE (Philippina)	
	Indeks	Δ %	Indeks	Δ %	Indeks	Δ %	Indeks	Δ %
1997	10722,80	-	401,71	-	594,44	-	1869,23	-
1998	10048,58	-6,29	398,04	-0,91	586,13	-1,40	1968,78	5,33
1999	16962,10	68,80	676,92	70,06	812,33	38,59	2142,97	8,85
2000	15095,53	-11,00	416,32	-38,50	679,64	-16,33	1494,30	-30,26
2001	11397,21	-24,50	392,04	-5,83	696,09	2,42	1168,08	-21,84
2002	9321,29	-18,21	424,96	8,39	646,32	-7,15	1018,41	-12,81
2003	12575,94	34,92	691,90	62,82	793,94	22,84	1442,37	41,63
2004	14230,14	13,15	1000,23	44,56	907,43	14,29	1822,83	26,38
Tahun	Nikkei 225 (Japan)		STI (Singapore)		SETI (Thailand)		TWII (Taiwan)	
	Indeks	Δ %	Indeks	Δ %	Indeks	Δ %	Indeks	Δ %
1997	15259,00	-	1329,80	-	372,69	-	8187,27	-
1998	13842,17	-9,29	1392,73	-8,96	355,81	-4,53	6418,43	-21,60
1999	18934,34	36,79	2479,58	78,04	481,92	35,44	8448,84	31,63
2000	13785,69	-27,19	1926,83	-22,29	269,19	-44,14	4743,94	-43,85
2001	10542,62	-23,52	1623,60	-15,74	303,85	12,88	5551,24	17,02
2002	8578,95	-18,63	1341,03	-17,40	356,48	17,32	4452,45	-19,79
2003	10676,64	24,45	1764,52	31,58	772,15	116,60	5890,69	32,30
2004	11488,76	7,61	2060,14	17,09	668,10	-13,48	6139,69	4,23

(Sumber: www.finance.yahoo.com, diolah.)

board) di mana papan utama hanya untuk emiten besar dengan *track record* yang baik. Sementara itu, papan pengembang menangani emiten kecil dan untuk mengakomodir emiten-emiten yang belum bisa masuk papan utama, tetapi masuk dalam kategori emiten yang berprospek. Di samping itu, papan pengembang ini juga diperuntukkan bagi emiten yang restrukturisasi dan pemulihan performa. Artinya, baik emiten besar maupun emiten kecil tetap ada pada BEJ sehingga tujuan semula untuk membagi segmen menjadi tidak jelas. Kemudian timbul ide untuk melakukan merger seperti tren perusahaan saat ini antara BEJ dan BES. Hal inipun banyak menimbulkan masalah sehingga sampai sekarang tidak tahu sampai di mana kelanjutan rencana tersebut.

Berbicara mengenai indeks yang ada di Bursa Efek Jakarta, tidak hanya indeks Harga Saham Gabungan saja, tetap masih ada indeks-indeks lain yang terdapat di Bursa Efek Jakarta. Adapun indeks-indeks tersebut adalah sebagai berikut: (1) *Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG)*, merupakan indeks yang menggambarkan pergerakan seluruh harga saham biasa dan saham preferen yang tercatat di Bursa Efek Jakarta. Indeks ini mulai diberlakukan pada tanggal 1 April 1983 dengan hari dasar perhitungan IHSG adalah tanggal 10 Agustus 1982 pada tanggal tersebut indeks ditetapkan dengan nilai dasar 100 dan saham yang tercatat pada saat itu ada 13 saham. (2) *Indeks Sektoral*, merupakan bagian dari IHSG. Semua emiten yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta dikategorikan kedalam sembilan sektor sebagai berikut:

Sektor Utama (Industri yang menghasilkan bahan baku):

- Sektor 1. Pertanian.
- Sektor 2. Pertambangan.
- Sektor Kedua (Industri pengolahan/manufaktur):
- Sektor 3. Industri Dasar dan Kimia.
- Sektor 4. Aneka Industri.
- Sektor 5. Industri Barang Konsumsi.
- Sektor Ketiga (Jasa):
- Sektor 6. Properti dan Real Estat.
- Sektor 7. Transportasi dan Infrastruktur.
- Sektor 8. Keuangan.
- Sektor 9. Perdagangan, Jasa dan Investasi.

Indeks sektoral diperkenalkan pada tanggal 2 Januari 1996 dengan nilai dasar 100 untuk setiap

sektor dan menggunakan hari dasar 28 Desember 1995. (3) *Indeks LQ-45*, merupakan indeks yang diambil dari 45 saham yang dipilih berdasarkan beberapa kriteria sehingga saham-saham tersebut mempunyai likuiditas yang tinggi dan juga mempertimbangkan kapitalisasi pasar dari saham-saham tersebut. (4) *Jakarta Islamic Index (JII)*, merupakan indeks yang dikeluarkan untuk investor yang menginginkan investasi yang sesuai dengan syariah Islam. Indeks ini dikeluarkan pada tanggal 3 Juli 2000 dan sebagai tahun dasar dihitung mundur menjadi 1 Januari 1995. Saham yang masuk dalam indeks ini terdiri dari 30 saham yang diseleksi oleh Dewan Pengawas Syariah PT Danareksa Investment Management. (5) *Indeks Papan Utama (Main board Index)* dan *Indeks Papan Pengembang (Development board index)*. Mulai tanggal 13 Juli 2000 untuk mengembalikan kepercayaan publik kepada bursa melalui implementasi tata kelola yang baik (*Good Corporate Governance*), Bursa Efek Jakarta membagi saham-saham yang ada kedalam 2 kategori indeks, yaitu Indeks papan utama dan indeks papan pengembang. Perusahaan besar dengan *track record* yang baik akan dimasukkan ke dalam indeks papan utama sementara perusahaan kecil lainnya dimasukkan kedalam indeks papan pengembang. Sebagai hari dasar perhitungan indeks ini digunakan tanggal 28 Desember 2001. Adapun kriteria yang digunakan untuk masuk ke dalam indeks papan utama adalah sebagai berikut: (a) Pernyataan pendaftaran disampaikan ke Bappepam. (b) Masa berdiri (sejak disahkan oleh Menteri Kehakiman) minimal 3 tahun (36 bulan). (c) Masa beroperasi dalam bidang usaha yang sama selama 3 tahun (36 bulan) berturut-turut. (d) Laporan keuangan diaudit selama 3 tahun terakhir. (e) Opini dari laporan keuangan harus wajar tanpa persyaratan untuk 2 tahun buku terakhir. (f) Nilai aktiva bersih minimal Rp100 miliar. (g) Pendapatan operasional minimal membukukan laba selama 2 tahun terakhir. (h) Laba sebelum pajak tahun terakhir minimal Rp20 miliar. (i) Akumulasi laba sebelum pajak minimal Rp30 miliar untuk 2 tahun terakhir. (j) Arus kas operasional harus positif. (k) Kontribusi bisnis utama minimal 60% dari total pendapatan atau penjualan. (l) Saham yang dimiliki oleh pemegang saham yang bukan merupakan pemegang saham pengendali (*minority shareholder*) minimal 100 juta saham atau 35% dari modal disetor. (m)

Jumlah pemegang saham sekurang-kurangnya 1000 pihak. (n) Harga perdana/harga pasar untuk perusahaan yang juga tercatat di bursa lain sekurang-kurangnya 100 x harga fraksi (fraksi harga = 1% dari harga = Rp5).

Sementara kriteria untuk masuk indeks papan pengembang adalah sebagai berikut: (a) Pernyataan pendaftaran disampaikan ke Bappepam. (b) Masa berdiri (sejak disahkan oleh Menteri Kehakiman) minimal 1 tahun (12 bulan). (c) Masa beroperasi dalam bidang usaha yang sama selama 6 bulan berturut-turut. (d) Laporan keuangan diaudit minimal 12 bulan terakhir. (e) Opini dari laporan keuangan harus wajar tanpa persyaratan untuk 1 tahun buku terakhir. (f) Nilai aktiva bersih minimal Rp5 miliar. (g) Pendapatan operasional bisa rugi. (h) Saham yang dimiliki oleh pemegang saham yang bukan merupakan pemegang saham pengendali (*minority shareholder*) minimal 50 juta saham atau 35% dari modal disetor. (i) Jumlah pemegang saham sekurang-kurangnya 500 pihak. (j) Harga perdana/harga pasar untuk perusahaan yang juga tercatat di bursa lain sekurang-kurangnya 20 x harga fraksi (fraksi harga = 5% dari harga = Rp5). (k) Perjanjian penjaminan emisi dengan komitmen penuh.

Investasi di Pasar Modal Indonesia. Chandra (2005) menemukan bahwa investor di Pasar Modal Indonesia cenderung mendorong perusahaan papan atas untuk berutang karena adanya keyakinan akan kemampuan manajemen perusahaan dalam mengelola utang. Hasil ini menunjukkan investor cenderung menganut teori *free cash flow* dari Jensen (1986). Sebaliknya, investor kurang setuju jika perusahaan lapis kedua berutang dan cenderung menyarankan perusahaan untuk menggunakan dana internal terlebih dahulu. Hasil ini sesuai dengan *pecking order theory* dari Myers (1984) dan teori *Asymmetric information*. Di pihak lain, manajemen dari perusahaan papan atas maupun manajemen perusahaan lapis kedua tetap bersikap konservatif dalam berutang. Para manajemen perusahaan ini lebih yakin akan kemampuan *pecking order theory* dan *asymmetric information theory* dengan mengutamakan penggunaan sumber dana internal dari pada sumber dana eksternal. Untuk itu manajemen perusahaan papan atas melakukan investasi pada *liquid assets* sebagai upaya untuk berjaga-jaga terhadap peningkatan risiko bisnis.

Namun manajemen perusahaan lapis kedua, walaupun *concern* terhadap *pecking order theory* dan *asymmetric information theory*, tetapi tidak melakukan investasi pada *liquid assets* walaupun mengakui peningkatan *liquid assets* akan meningkatkan kinerja keuangan perusahaan.

Peningkatan nilai perusahaan yang menggambarkan harga saham dipengaruhi oleh produktivitas aktiva, struktur modal, *corporate strategy* dan *environment risk*. Pada era globalisasi saat ini Perusahaan dituntut agar lebih produktif untuk bersaing dengan perusahaan lain. Itu sebabnya peningkatan produktivitas aktiva direspon positif oleh investor. Penurunan utang baru bisa efektif meningkatkan nilai perusahaan jika di barengi dengan peningkatan penggunaan aktiva secara produktif. Begitu juga halnya dengan peran *corporate strategy* dalam meningkatkan nilai perusahaan. Menformulasi dan menggunakan strategi perusahaan yang baik akan meningkatkan nilai perusahaan, namun jika strategi tersebut bisa dibarengi dengan peningkatan penggunaan aktiva secara produktif akan menjadi pendorong yang lebih baik untuk meningkatkan nilai perusahaan. Oleh sebab itu, peningkatan risiko yang akan dihadapi perusahaan tetap ditanggapi secara positif oleh investor dengan melihat kemampuan perusahaan dalam menggunakan aktiva secara produktif melalui formulasi strategi perusahaan dan struktur modal yang baik. Ini juga disebabkan dalam menyusun komposisi struktur modal, kebanyakan perusahaan di Indonesia juga selalu mempertimbangkan strategi perusahaan yang dibuat yang akan mengeliminir risiko yang dihadapi perusahaan. Jadi, agar bisa meningkatkan nilai perusahaan, harus didahului dengan peningkatan penggunaan aktiva secara produktif.

Nilai perusahaan untuk perusahaan papan atas (*main board*), juga dipengaruhi oleh produktivitas aktiva, struktur modal, *corporate strategy* dan *environment risk*. Penggunaan aktiva secara produktif sangat dihargai oleh investor pada perusahaan papan atas. Namun, investor mengharapkan perusahaan agar lebih banyak memanfaatkan utang. Peran strategi perusahaan yang baik akan meningkatkan nilai perusahaan. Namun, peningkatan ini akan lebih baik lagi jika diikuti peningkatan penggunaan aktiva secara produktif. Hal ini juga menjadi pendorong bagi investor untuk menerima risiko yang akan dihadapi

perusahaan secara positif. Penyusunan komposisi struktur modal yang baik juga dipengaruhi oleh formulasi strategi perusahaan dan risiko yang akan dihadapi oleh perusahaan.

Nilai perusahaan untuk perusahaan lapis kedua (*development board*) juga dipengaruhi oleh kinerja keuangan perusahaan, produktivitas aktiva, struktur modal, *corporate strategy* dan *environment risk*. Hanya saja pada kelompok ini fokus utama peningkatan nilai perusahaan terletak pada kinerja keuangan perusahaan. Kinerja keuangan perusahaan yang baik akan bisa meningkatkan nilai perusahaan jika didukung oleh produktivitas aktiva, komposisi struktur modal yang baik, formulasi strategi perusahaan yang baik serta bisa mengeliminir risiko yang akan dihadapi perusahaan. Produktivitas aktiva perusahaan akan mempengaruhi nilai perusahaan dengan syarat jika kinerja keuangan perusahaan meningkat. Komposisi struktur modal yang baik akan mempengaruhi nilai perusahaan dengan syarat bisa meningkatkan kinerja keuangan perusahaan. Peran strategi perusahaan sangat besar dalam meningkatkan nilai perusahaan, namun nilai perusahaan akan lebih meningkat lagi jika kinerja keuangan perusahaan juga bisa meningkat. Oleh sebab itu, investor tetap beranggapan peningkatan risiko keuangan bisa dieliminir oleh perusahaan. Jadi, untuk meningkatkan nilai perusahaan pada perusahaan lapis kedua ini mutlak diperlukan upaya manajemen untuk meningkatkan kinerja keuangan perusahaan.

Penurunan risiko yang dihadapi perusahaan membuat manajer perusahaan menjadi lebih agresif dengan menerapkan strategi pertumbuhan dan likuiditas yang lebih tinggi untuk mendapatkan produktivitas aktiva yang tinggi sehingga bisa meningkatkan nilai perusahaan. Sementara untuk perusahaan lapis kedua (*development board*), penurunan risiko yang dihadapi perusahaan juga akan membuat manajer perusahaan lebih agresif dengan menerapkan strategi pertumbuhan dan likuiditas untuk meningkatkan kinerja keuangan perusahaan yang akhirnya akan meningkatkan nilai perusahaan.

Strategi perusahaan (*corporate strategy*) yang diterapkan selama ini sangat berperan dalam meningkatkan nilai perusahaan (*shareholder*) maupun nilai kreditor (*bondholder*).

Kreditor takut memberikan pinjaman kepada perusahaan yang risiko bisnisnya tinggi. Namun, para

kreditor yakin pada strategi perusahaan yang baik akan meningkatkan kinerja perusahaan seperti produktivitas aktiva dan kinerja keuangan perusahaan. Adapun strategi perusahaan yang kreditor yakini adalah strategi likuiditas. Artinya, jika manajemen perusahaan lebih konservatif dalam berutang dan melakukan investasi pada *liquid assets*, maka utang yang diberikan kreditor akan lebih aman karena keyakinan akan kemampuan perusahaan dalam mengelolah utang. Namun sangat disayangkan, dalam pemberian pinjaman, kreditor tidak mempertimbangkan risiko keuangan yang mengarah kepada risiko kebangkrutan (*financial distress*) untuk mengantisipasi kredit macet.

Peningkatan risiko khususnya risiko pasar akibat gejolak pada pasar ditanggapi secara positif oleh investor. Hal ini disebabkan adanya keyakinan akan kemampuan manajemen perusahaan dalam mengantisipasi risiko tersebut dengan strategi perusahaan khususnya strategi pertumbuhan aset dan pertumbuhan potensial. Di lain pihak, manajemen perusahaan melakukan respon sesuai harapan investor dengan menerapkan strategi pertumbuhan aset, strategi pertumbuhan potensial dan strategi likuiditas. Dengan ketiga strategi ini akan meningkatkan kinerja keuangan perusahaan dan akhirnya akan meningkatkan nilai perusahaan. Artinya, hubungan antara manajemen strategi dengan manajemen keuangan sulit untuk dipisahkan seperti temuan Barton & Gordon (1987 & 1988).

Oleh karenanya, manajemen perusahaan *main board* perlu menjaga momentum atas kepercayaan yang diberikan investor untuk menambah utang. Dengan selalu memelihara strategi pertumbuhan aset, strategi pertumbuhan potensial dan strategi likuiditas dengan melakukan investasi pada *liquid assets* bisa mempertahankan kepercayaan investor tersebut.

Dengan ditemukannya pengaruh negatif signifikan dari *liquidity* terhadap struktur modal, pengaruh positif signifikan dari *business risk* terhadap *liquidity* pengaruh positif signifikan *liquidity* terhadap kinerja keuangan, hal ini menunjukkan Perusahaan di Indonesia baik *main board* maupun *development board* perlu melakukan investasi pada *liquid assets*. Investasi pada *liquid assets* ini perlu dilakukan sebagai upaya untuk berjaga-jaga dalam menghadapi peningkatan risiko bisnis sekaligus memberi kepercayaan kepada kreditor untuk mendapatkan

kemudahan dalam mendapatkan pinjaman sekaligus akan mengurangi *cost of debt*. Sehingga diharapkan akan bisa meningkatkan kinerja keuangan perusahaan.

Pengaruh negatif dari *environment risk* terhadap struktur modal dan pengaruh negatif dari *environment risk* terhadap produktivitas aktiva serta pengaruh negatif dari struktur modal terhadap produktivitas aktiva. Hal ini menunjukkan perusahaan perlu melakukan pengurangan utang untuk mengurangi efek risiko terhadap produktivitas aktiva yang akhirnya akan meningkatkan produktivitas aktiva.

Secara umum dalam meningkatkan nilai perusahaan, perlu dilakukan formulasi dan implementasi strategi perusahaan dan struktur modal yang bisa meminimisir risiko yang dihadapi perusahaan dan meningkatkan produktivitas aktiva. Khusus untuk perusahaan *development board*, formulasi dan implementasi strategi dan struktur modal lebih berorientasi pada peningkatan kinerja keuangan. Artinya, secara umum investor lebih mengutamakan penggunaan aktiva secara produktif, sementara investor perusahaan *development board* lebih mengutamakan kinerja keuangan perusahaan sebagai refleksi hasil dari strategi dan struktur modal yang sudah dibuat.

Strategi yang di formulasi dan implementasi oleh perusahaan perlu lebih fokus dalam meningkatkan nilai perusahaan (*shareholder*) dan kreditor (*bondholder*). Kendati tujuan utama manajemen perusahaan adalah memakmurkan pemilik yang dalam hal ini terefleksi dalam meningkatnya nilai perusahaan, tetapi perusahaan juga perlu menjaga hubungan baik dengan kreditor yang merupakan salah satu *stakeholder* yang berperan untuk menyediakan dana yang akhirnya juga akan meningkatkan nilai perusahaan.

Risiko keuangan yang tidak berpengaruh terhadap struktur modal, menunjukkan kreditor tidak mempertimbangkan risiko keuangan dalam pemberian pinjaman. Kreditor disarankan untuk selalu memperhatikan risiko keuangan perusahaan dalam pemberian pinjaman khususnya sensitivitas beban tetap terhadap *cash inflow* perusahaan. Sebaliknya perusahaan perlu melakukan *hedging* terhadap pinjaman dalam valuta asing serta menyesuaikan jangka waktu pinjaman dengan jangka waktu kebutuhan yang menjadi salah satu penyebab krisis oleh perusahaan di Indonesia.

Perusahaan *main board* dibenarkan untuk menggunakan utang sebagai pilihan sumber dana perusahaan karena akan meningkatkan nilai perusahaan. Namun, perlu dibatasi agar tidak meningkatkan *cost of debt* yang akan menurunkan produktivitas aktiva dan akhirnya akan menurunkan nilai perusahaan. Sementara itu, perusahaan *development board* disarankan menggunakan utang sebagai sumber dana sebagai pilihan terakhir. Mengingat secara tidak langsung utang akan menurunkan nilai perusahaan.

Temuan kinerja keuangan yang berpengaruh tidak signifikan terhadap nilai perusahaan, menunjukkan kurang percayanya investor terhadap laporan kinerja keuangan perusahaan. Untuk itu, disarankan kepada Bapepam sebagai regulator pasar modal di Indonesia agar lebih mengawasi praktik auditor yang ada di Indonesia serta perlunya penerapan *good corporate governance* untuk meningkatkan transparansi dan akuntabilitas perusahaan dalam rangka meningkatkan efisiensi pasar. Di lain pihak perusahaan perlu segera mengimplementasikan tata kelola yang baik (*good corporate governance*) untuk meningkatkan kepercayaan investor.

Penemuan risiko bisnis berpengaruh negatif signifikan terhadap struktur modal, menunjukkan perusahaan di Indonesia lebih konservatif dalam berutang. Hasil temuan Huang & Song (2002) menunjukkan perusahaan di China lebih agresif dalam berhutang karena adanya subsidi suku bunga oleh bank sentral khususnya bagi perusahaan yang sudah *go-public*. Hasil yang bisa kita lihat hingga saat ini pertumbuhan perekonomian China tetap tinggi dan pertumbuhan ini bertahan cukup lama. Temuan ini membuka cakrawala baru bagi peneliti selanjutnya, untuk meneliti kembali, apakah program yang dijalankan di China ini bisa dilaksanakan di Indonesia.

KESIMPULAN

Bagi para peneliti di masa yang akan datang, diharapkan muncul penelitian bidang manajemen keuangan yang dikaitkan dengan bidang teori lainnya dalam rangka memperkaya penemuan-penemuan. Penelitian struktur modal yang terkait dengan nilai perusahaan misalnya, bisa diteliti dari sisi strategi pemasaran dengan melihat pengaruh strategi *positioning* dalam iklan perusahaan dikaitkan dengan

struktur modal dan harga jual saham atau nilai perusahaan. Penekanan penelitian di masa yang akan datang juga bisa diarahkan pada tata kelola yang baik (*good corporate governance*) dalam kaitannya dengan struktur modal serta nilai perusahaan. Di samping itu, juga bisa dilakukan pengujian lebih lanjut apakah tingkat kepercayaan investor terhadap laporan keuangan emiten berlaku baik untuk investor lokal atau investor asing atau keduanya.

DAFTAR RUJUKAN

- Bapepam. 2004. *Laporan Tahunan 2004, Badan Pengawas Pasar Modal*. Jakarta
- Barton, S.L., and Gordon, P.J. 1987. Corporate Strategy: Useful Perspective for the study of Capital Structure?, *Academic Management Review* 12:p.67-75.
- Barton, S.L., and Gordon, P.J. 1988. "Corporate Strategy and Capital Structure". *Strategic Management Journal*, Vol.9 p.623-632.
- Chandra, T. 2005. "Pengaruh Environment Risk, Struktur Modal Dan Corporate Strategy terhadap Produktivitas Aktiva, Kinerja Keuangan dan Nilai Perusahaan Pada Perusahaan Go Public di Bursa Efek Jakarta". *Disertasi*. Pada Program Pasca Sarjana Ilmu Manajemen Universitas Brawijaya, Malang.
- Chathoth, P.K. 2002. *Co-alignment Between Environment Risk, Corporate Strategy, Capital Structure, and Firm Performance: An Empirical Investigation of Restaurant Firms*, Dissertation to the Faculty of the Virginia Polytechnic Institute and State University.
- Eldomiaty, T.I. 2003. Dynamics of Firm's Market Value, Capital Structure and Systematic Risk, The 3rd International Conference of Economics and Management 'Financial Management Trends 2003', Kaunas University of Technology-Lithuania and Kaliningrad State Technical University.
- Harris, M., and Raviv, A. 1990. "Capital Structure and The Informational Role of Debt". *Journal of Finance*, Vol.45, pp. 321-349.
- Harris, M., and Raviv, A. 1991. The Theory of Capital Structure, *Journal of Finance*, Vol.46, pp.297-355.
- Hatfield, Gay, B., Louis, T.W. Cheng, and Wallace, N. Davidson, III. 1994. "The Determination of Optimal Capital Structure: The Effect of Firm and Industry Debt Ratios on Market Value" *Journal of Financial and Strategic Decisions*, Volume 7 Number 3.
- Huang, Samuel, G.H., and Frank, M.S. 2002. The Determinants of Capital Structure: Evidence From China, School of Economics and Finance and Center for China Financial Research (CCFR), The University of Hong Kong, Pokfulam Road, Hong Kong.
- Indahwati. 2003. Analisis Pengaruh Leverage dan Kebijakan Struktur Modal terhadap Kinerja Keuangan dan Nilai Perusahaan-Perusahaan Go Public di Pasar Modal Indonesia Selama Masa Krisis 1998-2001, Disertasi Program Pascasarjana Universitas Brawijaya, Malang.
- Kochhar, R., and Michael, A.H. 1998. "Linking Corporate Strategy and Capital Structure: Diversification Strategy, Type and Source of Financing" *Strategic management Journal* (1986-1998), Summer 1998, p.601.
- Lee, and Tenpao, Hsiao Tien Pao, Bohdan Pikas. 2003. "The Determinants of Capital Structure Choice Using Linear Models: High Technology Vs. Traditional Corporations" *Journal of the Academy of Business and Economics*, January 2003.
- Lowe, J., Tony, N., and Peter, T. 1994. "The Impact of Corporate Strategy on the Capital Structure of Australian Companies" *Managerial and Decision Economics* (1986-1998), May/June 1994, p.245.
- McConnell, J.J., and Servaes, H. 1995. "Equity ownership and the two faces of debt". *Journal of Financial Economics*, Volume 39, Issue 1, September 1995, pp.131-157.
- Myers, S.C. 1984. Capital Structure Puzzle, National Bureau of economic Research Working Paper Series No. 1393, July 1984.
- Myers, S.C., and Majluf, N.S. 1984. "Corporate Financing and Investment Decisions when Firms have Information that Investors do not have. *Journal of Financial Economics*.