

Analisis Dampak Pertimbangan Risiko Pendanaan Dan Kemampulabaan Perusahaan Terhadap Penentuan Harga Saham Dalam Perspektif Perilaku Investor

(Studi Pada Grup Perusahaan Manufaktur Kategori Indeks Saham Syariah
di Bursa Efek Indonesia)

Oleh : Ruhadi

Staf pengajar Politeknik Negeri Bandung

ruhadi.nansuri@gmail.com

Abstract

This study aimed to identify whether there is an influence of risk financing and profitability to the stock price. It also identify whether the effects of the financing risk to the stock price is mediated by the company profitability. The data used in this study is a group of manufacturing companies of sharia stock index IDX category that includes 292 observations over a time span of 5 years from 2010 to 2014. The analytical tool used is regression analysis using SPSS software version 18.00. The analysis finds that there is no influence of risk financing to the stock price, but the risk of financing has a significant effect on profitability, the other finding, there is an indirect effect of risk financing to the stock price through the companies profitability.

Keyword : investor behaviour persfpective, financing risk, profitability

Abstrak

Penelitian ini bertujuan untuk mengidentifikasi apakah ada pengaruh risiko pendanaan dan kemampulabaan perusahaan terhadap harga saham, serta mengidentifikasi apakah efek risiko pendanaan terhadap harga saham dimediasi oleh kemampulabaan perusahaan. Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah kelompok perusahaan manufaktur dari kategori indeks saham syariah BEI yang meliputi 292 observasi selama rentang waktu 5 tahun dari tahun 2010 sampai 2014. Alat analisis yang digunakan adalah analisis regresi dengan menggunakan software SPSS versi 18.00. Hasil analisis menemukan bahwa tidak ada pengaruh risiko pendanaan terhadap harga saham, tapi risiko pendanaan berpengaruh signifikan terhadap kemampulabaan perusahaan, disisi lain tidak ada pengaruh langsung dari kemampulabaan perusahaan terhadap harga saham, kendati demikian ada pengaruh tidak langsung dari risiko pendanaan terhadap harga saham melalui kemampulabaan perusahaan.

Kata kunci: Perspektif perilaku investor, risiko pendanaan, kemampulabaan perusahaan

Latar Belakang Masalah

Investor rasional memprediksi harga saham yang akan datang berdasarkan pada faktor-faktor fundamental baik fundamental perusahaan (mikro) maupun ekonomi (makro). Dengan demikian kinerja keuangan suatu perusahaan dan faktor ekonomi makro menjadi petunjuk yang berharga bagi investor dalam memperkirakan nilai saham.

Tujuan dari manajemen keuangan suatu korporasi adalah meningkatkan kesejahteraan pemegang saham. Indikator dari kesejahteraan pemegang saham bagi perusahaan yang telah *go-public* ditunjukkan dalam harga saham. Dengan demikian, dapat dikatakan bahwa peningkatan kesejahteraan pemegang saham tercermin dalam bentuk meningkatnya harga saham. Berdasarkan premis ini, investor memandang bahwa hubungan antara kinerja keuangan dengan kesejahteraan pemilik saham memiliki korelasi positif. Oleh karena itu investor dapat memprediksi, jika kinerja keuangan meningkat maka harga saham akan cenderung naik.

Perubahan faktor ekonomi makro dalam pendekatan analisis fundamental secara konseptual juga memiliki pengaruh terhadap perubahan harga saham, kendati demikian faktor ini secara praktis sulit dikendalikan secara manajerial oleh perusahaan. Oleh karenanya relevansi peran manajerial kurang mendapat tempat dalam pengendalian fundamental makro, sebaliknya peran manajerial akan sangat menentukan dalam pengendalian fundamental perusahaan. Berdasarkan pertimbangan inilah kiranya peran manajerial akan menjadi teramat penting dalam upaya pencapaian kinerja keuangan perusahaan yang terbaik, yang pada akhirnya akan memberikan hasil berupa peningkatan harga saham.

Perubahan faktor ekonomi makro dalam pendekatan analisis fundamental secara konseptual juga memiliki pengaruh terhadap perubahan harga saham, kendati demikian faktor ini secara praktis sulit dikendalikan secara manajerial oleh perusahaan. Oleh karenanya relevansi peran manajerial kurang mendapat tempat dalam pengendalian fundamental makro, sebaliknya peran manajerial akan sangat menentukan dalam

pengendalian fundamental perusahaan. Berdasarkan pertimbangan inilah kiranya peran manajerial akan menjadi teramat penting dalam upaya pencapaian kinerja keuangan perusahaan yang terbaik, yang pada akhirnya akan memberikan hasil berupa peningkatan harga saham.

Kegiatan suatu bisnis senantiasa akan mengandung dua sisi yaitu sisi keuntungan dan sisi risiko, demikian juga dengan pengelolaan perusahaan kedua sisi tersebut selalu melekat satu sama lain, sayangnya dominasi penilaian investor banyak ditaruh pada sisi kinerja manfaat atau keuntungannya semata sementara dari aspek risiko sedikit yang mempertimbangkannya. Sebagaimana digambarkan dari temuan penelitian yang mengidentifikasi bahwa profitabilitas ROA (*return on asset*) atau ROI (*return on investment*) memiliki pengaruh yang positif dan signifikan terhadap harga saham, sementara rasio hutang sebagai indikator dari risiko pendanaan perusahaan, tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap harga saham (Ali Kesuma, 2009).

Secara spesifik penelitian yang menelaah pengaruh kinerja keuangan perusahaan terhadap harga saham telah banyak dilakukan tetapi analisis kinerja keuangan yang fokus pada pemisahan kategori kinerja risiko pendanaan dan profitabilitas belum sebanyak bahasan tersebut. Risiko yang dimaksud disini adalah yang menyangkut risiko pendanaan, dimana suatu perusahaan umumnya menggunakan dana baik yang berasal dari modal sendiri ataupun modal asing atau pinjaman. Perusahaan yang menggunakan modal asing secara finansial memiliki risiko yang relatif lebih besar dari pada perusahaan yang hanya menggunakan modal sendiri. Dengan kata lain perusahaan yang menggunakan modal asing atau hutang yang semakin besar akan berhadapan dengan risiko yang semakin besar pula.

Risiko pendanaan dalam penelitian ini, diindikasikan dengan perbandingan total hutang dengan ekuitas. Dengan demikian semakin besar rasio ini, memberi petunjuk bahwa penggunaan hutang semakin besar dibanding dengan modal sendirinya. Jadi bila besaran rasio ini lebih besar dari satu maka dapat dikatakan bahwa hutang perusahaan lebih besar dari modal yang berasal dari kekayaan sendirinya. Perusahaan seperti ini adalah perusahaan yang dianggap akan memiliki risiko pendanaan yang besar, sehingga investor sepatutnya dapat menyadari dan menyikapinya secara hati-hati ketika dia mau menginvestasikan dananya pada surat berharga berupa saham. Dengan demikian investor seyogyanya mempertimbangkan secara proporsional kondisi pendanaan ini ketika mau membeli saham. Hasil temuan dari penelitian Ali Kesuma di atas mengindikasikan bahwa investor di BEI tidak mempertimbangkan secara matang faktor risiko pendanaan dalam membeli sahamnya. Dalam perspektif investor hal ini perlu dikaji secara

mendalam karena ini terkait dengan perilaku investor yang mengandung sifat emosional tidak semata rasional sebagaimana yang dapat difahami dari hipotesis pasar efisien (EMH) selama ini.

Muatan perilaku investor yang emosional ini dapat dikenali dari kerap terjadinya investor yang terjebak dengan investasi bodong yang marak akhir-akhir ini, hal ini menunjukkan bahwa selama ini investor lebih fokus perhatiannya pada aspek *return* dari investasi, sementara aspek risiko, kerap luput dari perhatian. Berikut adalah gambaran mengenai substansi yang terkandung dalam fenomena investor yang terlalu mempertimbangkan *return* dibanding risiko.

OJK memiliki sejumlah ciri-ciri spesifik investasi yang perlu diwaspadai masyarakat sebagai berikut (www.republika.co.id 13 februari 2016 Republika online);

1. Memberikan iming-iming tingkat imbal hasil yang sangat tinggi
2. Jaminan bahwa investasi tidak memiliki risiko investasi
3. Pemberian bonus dan cashback yang sangat besar bagi konsumen yang bisa merekrut konsumen baru
4. Penyalahgunaan pemanfaatan testimoni dari masyarakat/agama atau pejabat publik untuk memberi efek penguatan (*endorsement*) dan kepercayaan
5. Janji kemudahan untuk menarik kembali aset yang diinvestasikan dan jaminan keamanan aset yang diinvestasikan
6. Jaminan pembelian kembali tanpa pengurangan nilai

Pengaruh rasio hutang dan profitabilitas terhadap harga saham

Tabel 1.2 di bawah ini, menunjukkan beberapa temuan mengenai hubungan antara beberapa variabel kinerja keuangan perusahaan sebagai dasar untuk merumuskan masalah dalam penelitian ini.

Teori, penomena sebagaimana diuraikan di atas dan beberapa temuan penelitian sebagaimana dalam Tabel 1.2, menunjukkan bahwa pertimbangan investor dalam membeli saham tidak semata berdasarkan faktor fundamental perusahaan dan ekonomi, tetapi juga melibatkan faktor yang bersifat emosional, sehingga harga saham yang terbentuk bukan hanya pantulan dari faktor rasional, tetapi juga merupakan cermin faktor emosional investor. Perbedaan hasil analisis dari pengaruh faktor fundamental mikro (perusahaan) seperti risiko pendanaan terhadap harga saham sebagaimana terungkap dalam penelitian terdahulu diduga, karena investor memiliki persepsi bahwa risiko pendanaan tidak langsung berpengaruh terhadap harga saham melainkan bahwa risiko pendanaan ini berpengaruh

terhadap harga saham melalui *return* terlebih dahulu.

TABEL 1.2
Ringkasan *Research Gap* Pengaruh karakteristik/kinerja keuangan perusahaan terhadap harga saham

Gap	Hasil	Peneliti	Varia bel Penelitan
Pengaruh kinerja keuangan terhadap harga saham perusahaan	Terdapat pengaruh yang signifikan dari EPS terhadap harga saham dengan arah yang positif artinya bahwa ketika profitabilitas perusahaan meningkat, maka harga saham akan meningkat	I Gusti Ayu Purnamawati, "The influence of corporate characteristic and fundamental macro economy factor of automotive company stock price on Indonesia Stock Exchange", <i>International Journal of business, Economics and Law</i> ", Vol. 6, Issue 1 (April) ISSN 2289-1552, 2015	DER, EPS dan Harga saham
	Tidak terdapat pengaruh yang signifikan <i>debt to equity ratio</i> terhadap harga saham pada perusahaan otomotif		
	Menemukan ada bukti yang signifikan dari profitabilitas terhadap return saham, tetapi gagal membuktikan pengaruh <i>Debt to equity ratio</i> terhadap <i>return</i> saham pada indeks perusahaan manufaktur di Indonesia tahun 2008-2011	James Andi Wijaya, "The Effect of Financial Ratios toward Stock Returns among Indonesian Manufacturing Companies", <i>iBuss Management</i> Vol. 3, No. 2, (2015) 261-271, 2015	Profitabilitas, rasio hutang-g. market et rasio dan return saham
Ditemukan <i>Return on Asset dan Debt to Equity Ratio</i> tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap Harga Saham	Ramdhani, Rani, "Pengaruh Return on Asset dan Debt to Equity Ratio terhadap Harga Saham pada Institusi Finansial di Bursa Efek Indonesia", <i>The WINNERS</i> , Vol. 14 No. 1, Maret 2013: 29-41	DER, ROA dan Harga Saham	

Sumber: dirangkum untuk penelitian ini

Berdasarkan hal-hal teruasi diatas, maka permasalahan atau pertanyaan penelitian yang relevan dalam menjawab fenomena tersebut adalah:

1. Apakah risiko pendanaan perusahaan berpengaruh positif terhadap harga saham
2. Apakah kemampuan perusahaan berpengaruh positif terhadap harga saham
3. Apakah risiko pendanaan berpengaruh terhadap harga saham melalui kemampuan perusahaan

Tinjauan teoritis

Model fundamental harga saham

Model pasar efisien mengungkapkan bahwa pasar dikatakan efisien bila pasar sekuritas secara ekstrim merefleksikan informasi saham secara individual maupun keseluruhan pasar saham, sebagaimana pendapat berikut ini.

"A generation ago, the efficient market hypothesis was widely accepted by academic financial economists; for example, see Eugene Fama's (1970) influential survey article, "Efficient Capital Markets." It was generally believed that securities markets were extremely efficient in reflecting information about individual stocks and about the stock market as a whole", (Malkiel, Burton G, 2003).

Pasar dikatakan efisien apabila perubahan faktor fundamental baik makro maupun mikro akan tercermin secara cepat dalam harga saham yang ditransaksikan di pasar tersebut. Dengan kata lain dalam pasar yang efisien tidak mungkin seorang investor dapat memperoleh keuntungan abnormal, karena begitu faktor fundamental berubah maka dengan segera harga saham berubah sebagai cermin perubahan fundamental, sehingga tidak ada kesempatan investor untuk berspekulasi.

Secara teoritis EMH mengacu pada tiga argumen, pertama adalah bagian investor dianggap benar-benar rasional, kedua keberadaan investor perorangan di pasar dalam banyak kasus tidak membawa pada efisiensi pasar dan ketiga bila investor perorangan bertransaksi secara efisien langkah arbitrase dari sisi waktu sangat terbatas, sehingga besarnya tidak berdampak pada harga saham (Brustbauer, Johannes, 2014).

Faktor fundamental makro berupa perubahan tingkat inflasi, tingkat bunga, nilai kurs, sedangkan faktor mikro adalah perubahan dari kinerja manajerial seperti *return to total asset*, *return on equity*, *debt on equity*, *profit margin*, *asset turnover* dan sebagainya. Kedua kategori faktor tersebut tentu tidak saling terlepas dalam mempengaruhi harga saham, kendati demikian secara manajerial hanya faktor mikrolah yang dapat dikelola oleh perusahaan, sedangkan faktor makro sudah *given* tidak dapat dihindari, karena dia akan mengena pada seluruh perusahaan dalam suatu negara.

Risiko pendanaan dan harga saham

Risiko pendanaan diartikan sebagai sejauhmana suatu perusahaan membelanjai asetnya dengan hutang. Hal ini akan tercermin dari *debt to*

equity ratio (DER), atau *debt to total asset*, rasio ini sering pula disebut dengan struktur modal, semakin tinggi rasio ini maka semakin besar risiko pendanaan perusahaan tersebut. Tingginya rasio ini menunjukkan risiko pendanaan perusahaan yang tinggi. Berikut diungkapkan beberapa temuan dari analisis hubungan antara risiko pendanaan dengan harga saham.

Nungky menemukan hubungan negatif dan signifikan antara struktur modal dengan harga saham (Nungky Riza Mahapsari dan Abdullah Taman, 2013). Sedangkan I Gusti Ayu menemukan bahwa tidak ada hubungan yang signifikan antara DER dengan harga saham pada perusahaan otomotif (I Gusti Ayu Purnamawati, 2015).

Kemampulabaan perusahaan dan harga saham

Kemampulabaan perusahaan difahami sebagai kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba, berdasarkan penggunaan aset yang dimilikinya, atau sering pula disebut profitabilitas. Salah satu yang umum digunakan dalam mengukurnya adalah *return to total asset (ROA)* atau *Return on Investment (ROI)* dan *return to equity ratio (ROE)* atau bisa juga diukur dengan *earning persahre (EPS)*. Dengan demikian dapat dikatakan bahwa semakin tinggi rasio ini maka semakin besar pula kekuatan perusahaan tersebut dalam menggunakan aset dan ekuitas yang dimilikinya dalam menghasilkan labanya. Beberapa temuan dari hubungan antara *return* dengan harga saham dapat diungkapkan berikut.

Nurul Husna Zulfiana menemukan bahwa ada pengaruh yang signifikan dari *earning pershare (EPS)* terhadap harga saham pada sektor usaha properti, real estate dan konstruksi di BEI (Zulfianan, 2013). Hutabarat mengungkap adanya pengaruh positif dan sangat signifikan dari *return on asset (ROA)* terhadap harga saham pada sektor Bank di BEI (Hutabarat, 2015).

Risiko pendanaan dan kemampulabaan perusahaan

Tingkat pendanaan hutang oleh perusahaan telah berdampak pada nilai aset perusahaan. Hamada (1972), dan Sharpe (1964), khususnya teori mereka yang didasarkan pada struktur modal. Suatu perusahaan yang berisiko tinggi (perusahaan dengan hutang) harus menghasilkan *return* yang tinggi konsisten dengan *return* yang diharapkan investor. Hal ini sejalan dengan tingginya hutang perusahaan yang harus memiliki tingkat perubahan yang lebih besar dalam harga sahamnya. Bahkan perubahan struktur modal (DA sebagai *debt to asset ratio*) harus secara langsung berhubungan dengan volatilitas harga saham. Kendati demikian, Modigliani dan Miller (1958) menekankan bahwa dalam pasar modal yang kompetitif, nilai perusahaan adalah independen dari struktur keuangan. Tetapi bila pasar tidak sempurna (Biaya transaksi, pajak, informasi tidak simetri, biaya agensi), maka model struktur modal mempengaruhi harga saham. Berdasarkan pendapat tersebut dapat

dikatakan bahwa secara teoritis faktor risiko pendanaan memiliki pengaruh terhadap harga saham walaupun arah dari pengaruh tersebut berbeda bisa negatif dan bisa juga positif.

Tujuan dari manajemen keuangan adalah meningkatkan kesejahteraan pemegang saham, hal ini dapat dilihat dari kinerja keuangan secara luas pada indikator *return on investment (ROI)*, artinya bahwa kerja keras manajemen sebenarnya diorientasikan pada pencapaian laba yang diperuntukan bagi pemilik modal sendiri atau ekuitas. Dengan demikian apapun yang terjadi dengan pendanaan maka upaya peningkatan ROI adalah suatu yang harus di capai bukan sebaliknya, sehingga pengaruhnya akan dinikmati dalam bentuk peningkatan harga saham di pasar keuangan.

Andi Wijaya, menemukan bahwa *debt to equity ratio* bersama rasio keuangan lainnya (*return on assets, dividend yield, earnings yield, and book to market*) secara simultan memiliki efek signifikan pada *return* saham, tetapi *debt to equity ratio* secara parsial tidak berpengaruh terhadap *return* saham (Andi Wijaya, 2015). Hal ini menunjukkan bahwa risiko pendanaan secara individu tidak berpengaruh langsung terhadap perubahan harga saham di pasar keuangan.

Risiko pendanaan, kemampu labaan dan harga saham

Harga saham sebagaimana disinggung terdahulu merupakan indikator yang sangat baik untuk mengukur keberhasilan seorang manajer keuangan, karena harga saham adalah indikator dari kesejahteraan pemegang saham, artinya semakin tinggi harga saham yang terjadi di pasar maka semakin tinggi pula cermin kesejahteraan pemegang saham. Salah satu faktor yang berpengaruh terhadap harga saham adalah faktor mikro perusahaan berupa *return on investment (ROI)*. Dalam teori harga saham fundamental ROI memiliki korelasi yang positif terhadap harga saham, artinya bagi para investor yang rasional, semakin besar ROI yang didapat perusahaan maka akan semakin menarik bagi mereka untuk berinvestasi pada saham perusahaan tersebut, yang akibatnya semakin tinggi pula harga saham perusahaan tersebut di pasar. Risiko pendanaan yang ditunjukkan dengan perbandingan hutang dengan ekuitas dalam beberapa penelitian menunjukkan tidak memiliki hubungan yang signifikan dengan harga saham secara langsung. Kondisi ini secara rasional dimungkinkan karena variabel ini terkait dengan pembiayaan dan efisiensi biaya dana dengan *return* atas dana yang digunakan dari hutang tersebut. Dengan demikian maka dapat diduga bahwa *debt on equity (DER)* ini berpengaruh secara tidak langsung terhadap harga saham, yaitu melalui ROI, sehingga dapat dikatakan bahwa seorang investor membeli saham berdasarkan pertimbangan ROI, karena ROI telah melalui pertimbangan DER terlebih dahulu. Jadi investor ketika melihat ROI dalam mempertimbangkan pembelian saham, telah pula melalui pertimbangan risiko pendanaannya.

Secara simultan terdapat pengaruh signifikan dari *return on assets*, *debt to equity*, *dividend yield*, *earnings yield*, dan *book to market* terhadap *return* saham. Namun, *debt to equity ratio* tidak berpengaruh signifikan terhadap *return* saham (James Andi Wijaya, 2015). Sementara Rani Ramdhani menemukan bahwa *Return on Asset dan Debt to Equity Ratio* tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap Harga Saham (Ramdhani, 2013).

Metode penelitian

Data penelitian

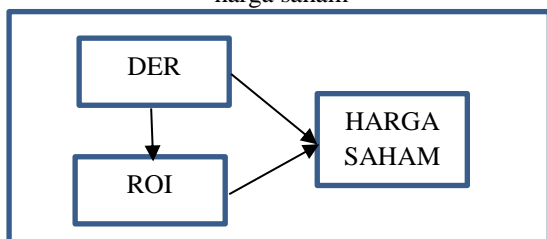
Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah elemen variabel berupa harga saham, laba setelah pajak atau *earning after tax* (EAT), hutang total perusahaan, total ekuitas serta total aset perusahaan, dan unsur atau elemen tersebut kemudian diformulasikan kedalam bentuk rasio berupa *debt to equity ratio* (DER) dan *return on investment* (ROI). Jumlah data yang digunakan terdiri dari 292 observasi dari variabel yang dijadikan objek penelitian selama 5 tahun dalam rentang waktu 2010 sampai 2014, dalam kategori perusahaan manufaktur dari Indeks saham syariah di BEI.

Model Analisis

Model analisis didasarkan pada beberapa hipotesis yang dibangun dari teori dan temuan penelitian terdahulu dan dirumuskan sebagaimana model yang diwujudkan dalam gambar berikut:

Gambar 3.1.2

Model hubungan pengaruh DER dan ROI terhadap harga saham



Sumber: dibuat untuk penelitian ini

Model penelitian ini akan mencoba mengungkap aspek perilaku investor ketika dia melakukan investasi. Secara teoritis harga saham fundamental mengasumsikan bahwa investor bertindak rasional, sehingga pertimbangan investasi yang dilakukannya pasti memiliki dasar yang jelas, yakni berdasarkan faktor fundamental, seperti fundamental makro; tingkat bunga yang berlaku, nilai tukar atau kurs rupiah terhadap dollar serta tingkat inflasi dan fundamental mikro; yakni kinerja keuangan perusahaan misalnya tingkat laba, efisiensi pemanfaatan aset, struktur modal dan sebagainya.

Diharapkan model ini dapat mengidentifikasi bahwa investor memiliki pertimbangan paling tidak dari dua sisi yaitu sisi kemampuan (*return*) dan risiko. Bila kedua sisi ini memiliki pengaruh

terhadap harga saham, maka investor dianggap telah mempertimbangkan investasinya secara rasional, sebaliknya jika investor hanya mempertimbangkan aspek imbal hasil saja dan tidak mempertimbangkan risiko, maka kemungkinan bahwa investor adalah bertindak kurang rasional sebagaimana dicontohkan dalam ciri-ciri investasi bodong yang dipaparkan di depan. Artinya bahwa kebanyakan investor di BEI bertindak spekulatif dan lebih cenderung ke perilaku emosional.

Alat analisis data

Sebagaimana diungkap dalam rumusan penelitian di depan bahwa kajian ini akan mengungkap tentang hubungan antara risiko pendanaan dan kemampuan perusahaan dengan harga saham, dan hubungan tidak langsung dari risiko pendanaan pada harga saham melalui kemampuan perusahaan. Berdasarkan pertanyaan dalam penelitian ini, maka paling tidak ada 3 variabel penting yang akan diukur, yaitu masing-masing risiko pendanaan yang akan dipresentasikan dengan *debt on equity ratio* (DER), kemampuan perusahaan yang dipresentasikan dalam *return on investment* (ROI) dan harga saham (PRICE).

Debt on equity ratio (DER) merupakan hasil bagi dari hutang total dengan *equity* (modal saham plus agio saham dan laba yang ditahan), yang secara formulatif dapat ditunjukkan sebagai berikut :

$$DER = \frac{\text{Totaldebt}}{\text{equity}}$$

Kemampuan perusahaan dalam penelitian ini akan menggunakan *return on investment* (ROI) yaitu hasil bagi dari laba setelah pajak atau *earning after tax* (EAT) dengan total aset, yang diformulasikan sebagai berikut :

$$ROI = \frac{EAT}{\text{TotalAsset}}$$

Sedangkan harga saham (PRICE) didalam penelitian ini adalah harga saham harian dari perusahaan yang bersangkutan dan hanya diambil dari harga saham pada setiap hari terakhir tutup tahun.

Berdasarkan pada variabel dan model gambar di atas maka secara matematis model tersebut dapat dirumuskan sebagai berikut:

$$Y = a + b_1X_1 + b_2X_2 + e$$

$$Y_2 = a + b_1X_1$$

Dimana :

Y adalah harga saham, Y_2 adalah X_2 , X_1 adalah DER, X_2 adalah ROI

Tabel 4.1.1
Deskripsi data

	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation	Variance
DER	-2,05	75,5	7,9371	15,73496	247,589
ROI	-61,85	34,06	0,9811	5,77333	33,331
HARGA	1	74000	1930,6	6991,851	4,89E+07

Valid N (listwise)					
-----------------------	--	--	--	--	--

Sumber: diolah dari data

Hasil dan pembahasan

Deskripsi data

Berdasarkan deskripsi data pada Tabel 4.1.1 di atas dapat dijelaskan bahwa *debt on equity ratio (DER)* memiliki rentang nilai dari minimum -2,05 sampai dengan maksimum 75,5 dengan rata-rata 7,94, besaran angka ini menunjukkan bahwa secara rata-rata perusahaan manufaktur pada kelompok indeks syariah memiliki hutang hampir 8 kali dari ekuitasnya. Sedangkan untuk tingkat imbal hasilnya menunjukkan rentang dari minimum adalah -61,85 sampai maksimum 34,05 dengan rata-rata 0,98. Angka ini menunjukkan bahwa rata-rata keuntungan pada perusahaan manufaktur kelompok perusahaan berkategori syariah ini memiliki laba setelah pajak dibanding dengan total asetnya (ROI) sebesar 98,11%, suatu keuntungan yang sangat signifikan tinggi. Harga saham perusahaan terbentang dari minimum Rp1 sampai dengan Rp74.000 dengan rata-rata adalah Rp1.930,55 perlembar, hal ini menunjukkan kesenjangan harga yang cukup besar.

Pengaruh risiko pendanaan terhadap kemampuan

Hasil analisis pengaruh DER terhadap ROI dapat diamati (lihat Tabel 4.1.2) di bawah ini bahwa ada pengaruh positif (0,102) dan signifikan (Sig.= 0,000) dari DER terhadap ROI. Temuan ini menunjukkan bahwa secara statistik terdapat cukup bukti, bahwa ada pengaruh positif dan signifikan dari risiko pendanaan perusahaan terhadap kemampuan perusahaan, hasil ini sejalan dengan teori dari Hamada (1972), dan Sharpe (1964), khususnya teori mereka yang didasarkan pada struktur modal. Suatu perusahaan yang berisiko tinggi (perusahaan dengan hutang) akan menghasilkan *return* yang tinggi konsisten dengan *return* yang diharapkan investor. Hal ini sejalan dengan tingginya hutang perusahaan yang harus memiliki daya ungkit perubahan yang lebih besar dalam harga sahamnya. Bahkan perubahan struktur modal (DA sebagai *debt to asset ratio*) akan secara langsung berhubungan dengan volatilitas harga saham.

Tabel 4.1.2

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
1. (Constant)	,174	,364		,477	,634
DER	,102	,021	,277	4,924	,000

Pengaruh DER terhadap ROI

Dependent variable : ROI

Pengaruh risiko pendanaan dan kemampuan terhadap harga saham

Hasil analisis terhadap pengaruh risiko pendanaan dan kemampuan perusahaan terhadap harga saham dapat diamati (Tabel 4.1.3),

bahwa secara simultan kedua variabel DER dan ROI berpengaruh secara signifikan terhadap harga saham (PRICE), sedangkan secara parsial DER berpengaruh negatif (-49,134) terhadap PRICE, tetapi tidak signifikan (Sig. = 0,075). Sedangkan ROI berpengaruh negatif (-9,083) terhadap PRICE, tetapi juga tidak signifikan (Sig. = 0,902). Hal ini sejalan dengan temuan dari I Gusti Ayu Purnamawati, 2015 untuk kelompok perusahaan otomotif, tetapi berseberangan dengan temuan dari Nungky Riza Mahapsari dan Abdullah Taman, 2013, yang menemukan ada relasi negatif dan signifikan antara kedua variabel tersebut. Bukti empiris hasil analisis pada penelitian kelompok perusahaan manufaktur ini dapat dimaknai bahwa secara statistik tidak ditemukan bukti signifikan bahwa investor mempertimbangkan risiko pendanaan dan kemampuan perusahaan dalam menginvestasikan uangnya pada saham kelompok perusahaan manufaktur berkategori syariah di BEI.

Tabel 4.1.3
Pengaruh DER dan ROI terhadap PRICE

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
1. (Constant)	2331,094	457,535		5,095	,000
DER	-49,134	27,001	-,111	-1,820	,070
ROI	-9,083	73,546	-,008	-,123	,902

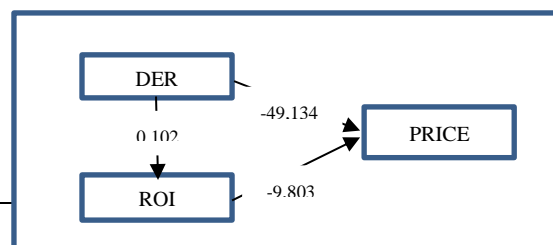
Dependent variable: PRICE

Berdasarkan pada Tabel 4.3.1 di atas dapat diformulasikan persamaan regresi sebagai berikut:
 $PRICE = 2331,094 - 49,134DER - 9,083ROI + \epsilon$

Pengaruh risiko pendanaan terhadap harga saham melalui kemampuan perusahaan

Identifikasi apakah suatu variabel dapat memediasi hubungan dari dua variabel atau tidak dapat dilakukan dengan melihat koefisien hubungan dua variabel yang dimediasi. Berikut dapat dijelaskan bahwa apabila koefisien hubungan tidak langsung dari DER ke PRICE melalui ROI lebih besar dari koefisien hubungan langsung dari DER ke PRICE, maka mediasi dari hubungan ke dua variabel tersebut dapat diterima. Untuk memudahkan perhitungan berikut digambarkan hubungan dari ketiga variabel yang dianalisis dengan koefisiennya masing-masing.

Gambar 4.1.4
Model hubungan DER, ROI dan PRICE



Sumber: dibuat untuk penelitian ini

Sebagaimana dapat dilihat dari koefisien angka dalam gambar 4.1.4, bahwa koefisien pengaruh langsung dari DER ke PRICE adalah -49,134, sedangkan pengaruh tidak langsung dari DER ke PRICE melalui ROI adalah -0,9265 (0,102 x -9,083) artinya bahwa pengaruh tidak langsung dari DER ke PRICE melalui ROI lebih besar dari pengaruh langsung dari DER ke PRICE, dengan demikian maka dapat dikatakan bahwa ROI secara statistik dapat memediasi hubungan dari risiko pendanaan terhadap harga saham.

Uji Sobel

Untuk menguji apakah mediasi dari ROI ini dapat diterima atau ditolak, maka berikut akan dilakukan uji Sobel, yakni dengan membandingkan antara t_{hitung} yang didapat angkanya dari hasil perhitungan terhadap formulasi berikut:

$$t_{hitung} = \frac{ab}{S_{ab}}$$

Dimana :

ab adalah hasil kali hubungan tidak langsung antara koefisien regresi dari DER ke ROI dan ROI ke PRICE. Sedangkan S_a adalah Standar Error dari hubungan DER ke ROI dan S_b adalah Standar Error dari relasi antara ROI dengan PRICE. Sementara S_{ab} merupakan hasil hitung dari formulasi berikut:

$$S_{ab} = \sqrt{b^2 \times Sa^2 + a^2 \times Sb^2}$$

Berdasarkan perhitungan dengan formulasi tersebut maka diperoleh t_{hitung} yang kemudian dibandingkan dengan t_{tabel} berdasarkan tingkat signifikansi 0,05 dan degree of freedom (df) sebanyak objek 292 observasi dikurang dengan 3 variabel yang diteliti, dengan kriteria, bila t_{hitung} lebih kecil dari t_{tabel} , maka variabel mediasi diterima dan sebaliknya. Berikut ditunjukkan perhitungan dimaksud:

$a = 0,102$, $b = -9,083$, $S_a = 0,021$, dan $S_b = 73,546$
 $ab = -0,9265$ yaitu dari $0,102 \times -9,083$

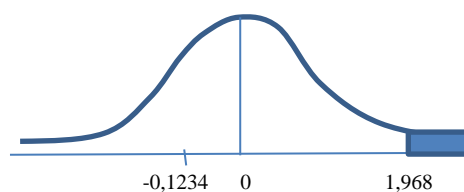
$$\begin{aligned} S_{ab} &= \sqrt{(-9,083)^2 \times (0,021)^2 + (0,102)^2 \times (73,546)^2} \\ &= 7,51 \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} t_{hitung} &= -0,9265/7,51 \\ &= -0,1234 \end{aligned}$$

Dengan menggunakan uji satu arah, dan $\alpha = 0,05$, $df = 292 - 3 = 289$, maka t_{tabel} dapat ditemukan sebagai berikut:

$$t_{tabel} = 1,968$$

Gambar 4.1
Kriteria penerimaan/penolakan



Bila dibandingkan antara $t_{hitung} = -0,1234$ dengan $t_{tabel} = 1,968$, maka t_{hitung} lebih kecil dari t_{tabel} atau berada di daerah penerimaan, dengan demikian dapat dikatakan bahwa ROI secara statistik memiliki bukti yang signifikan dapat menjadi variabel mediasi antara DER dengan PRICE.

Kesimpulan

Berdasarkan hasil analisis di atas dapat disimpulkan bahwa secara umum ada aspek pertimbangan *perilaku investor* yang berpengaruh terhadap penentuan harga saham kelompok perusahaan manufaktur kategori syariah, sebagaimana diduga diawal. Dengan kata lain bahwa investor di dalam membeli saham secara statistik menunjukkan kurang mempertimbangkan *risiko pendanaan* dari perusahaan yang bersangkutan.

Ada efek positif dan meyakinkan dari risiko pendanaan terhadap kemampuan (*return*) perusahaan. Artinya ketika pendanaan hutang meningkat di atas modal sendiri, maka tingkat kemampuan perusahaan dalam menghasilkan labapun meningkat. Ini sejalan dengan teori Hamada (1972), dan Sharpe (1964), yang mengungkapkan bahwa perusahaan yang berisiko tinggi karena pendanaan yang berasal dari hutangnya meningkat akan kemudian diikuti oleh *return* yang tinggi pula sesuai dengan harapan investor. Hal ini disebabkan pendanaan hutang akan memberikan *leverage* atau daya ungkit yang lebih besar terhadap laba perusahaan, selain bahwa pendanaan hutang akan memberi efek lebih hati-hati pada perilaku manajerial dalam pengelolaan keuangannya, sesuai dengan teori perilaku keuangan dan teori agensi.

Sesuai dengan pertanyaan penelitian berikutnya adalah, temuan bahwa kemampuan perusahaan tidak berpengaruh langsung secara signifikan terhadap harga saham perusahaan, kendati demikian kemampuan perusahaan ini memberikan efek menguatkan pada pengaruh tidak langsung dari risiko pendanaan terhadap harga saham perusahaan. Dengan kata lain dapat diidentifikasi bahwa efek daya ungkit dari pendanaan yang berasal dari hutang ditransmisikan melalui *return* terlebih dahulu, selanjutnya memberi efek pada harga saham perusahaan.

Temuan dalam penelitian ini secara umum memberi implikasi bahwa pertimbangan investor dalam membeli saham kurang mempertimbangkan risiko pendanaan, investor lebih melihat pada pertimbangan bahwa risiko pendanaan tersebut akan

memiliki dampak pada *return* atau kemampulabaan perusahaan di banding dengan harga saham itu sendiri. Walaupun *return* perusahaan secara langsung tidak berpengaruh terhadap harga saham,

kasus di atas, risiko pendanaan kurang mendapat perhatian dalam berinvestasi, karena nampaknya investor lebih tertarik pada aspek keuntungan atau *return* yang ditawarkan perusahaan. Hal ini membuktikan relevansi apa yang diingatkan oleh temuan OJK mengenai perilaku investor yang kerap terbius oleh karakteristik investasi bodong yang marak ditawarkan di Indonesia.

Daftar Pustaka

.....,"Republika online". www.republika.co.id 13 februari 2016

Ali Kesuma, 2009, "Analisis Faktor yang Mempengaruhi Struktur Modal," Jurnal Manajemen dan Kewirausahaan, Vol.11, No. 1, Maret 2009: 38-45".

Hamada Robert S., "The Effect of Capital Structure on The Systematic Risk of Common Stock", *The Journal of Finance*, 27 Mei 1972, pp. 435-452

I Gusti Ayu Purnamawati, "The influence of corporate characteristic and fundamental macro economy factor of automotive

tapi *return* memiliki efek menguatkan bagi investor dalam mempertimbangkan harga saham.

Secara umum implikasi ini menginformasikan, dari ***perspektif perilaku investor*** bahwa dalam company stock price on Indonesia Stock Exchange", *International Journal of business, Economics and Law* ", Vol. 6, Issue 1 (April) ISSN 2289-1552, 2015

James Andi Wijaya," *The Effect of Financial Ratios toward Stock Returns among Indonesian Manufacturing Companies*", *iBuss Management* Vol. 3, No. 2, (2015) 261-271, 2015

Nungky Riza Mahapsari dan Abdullah Taman, "Pengaruh Profitabilitas, Struktur Aktiva, dan Pertumbuhan Penjualan terhadap Harga Saham dengan Struktur Modal sebagai Variabel Intervening Pada Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Indonesia" Jurnal Nominal/Volume II, Nomor 1/Tahun 2013.

Ramdhani, Rani, "Pengaruh Return on Asset dan Debt to Equity Ratio terhadap Harga Saham pada Institusi Financial di Bursa Efek Indonesia", *The WINNERS* , Vol. 14 No. 1, Maret 2013: 29-41

Sharpe William F., "Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium Under Condition of Risk", *The Journal of Finance*, Vol.xix September 1964 No. 3