

ANALISIS STRUKTUR MODAL SEBELUM DAN SESUDAH GO PUBLIC DAN PENGARUHNYA TERHADAP NILAI PERUSAHAAN

Patricia K. Surya

Universitas Prof. Dr. Moestopo (Beragama), Jakarta, Indonesia
 patricia_surya@yahoo.com

Abstract

This research is aimed to distinguish the difference between the capital structure of PT Sampoerna Agro Tbk before and after go public and also to find out whether the capital structure can affect the company's value. This research utilizes "associative" and "comparative" methods which examines the relationship between two or more variables. Qualitative analysis is used to explore the relationship between variables using quantitative data derived from PT Sampoerna Agro Tbk's consolidated financial statements for the years ended December 31, 2004 to December 31, 2009. From the research results, the company's capital structure affects the company's value which is calculated by three test methods, which are Modigliani Miller Value (V), Enterprise Value Multiplier and Tobin Q, especially after go public,

Keywords: Capital Structure, Go Public, A Company's Value

Abstrak

Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui dan menjelaskan perbedaan struktur modal PT Sampoerna Agro Tbk sebelum dan sesudah *go public* serta mengetahui pengaruh struktur modal tersebut terhadap nilai perusahaan. Penelitian ini menggunakan metode asosiatif dan komparatif (perbandingan) yang berupaya mengetahui hubungan antara dua variabel atau lebih. Analisis yang dilakukan adalah analisis secara kualitatif dengan menggunakan data kuantitatif yang diambil dari laporan keuangan konsolidasian PT Sampoerna Agro Tbk untuk tahun-tahun yang berakhir pada tanggal 31 Desember 2004 sampai dengan tanggal 31 Desember 2009. Dari hasil penelitian, struktur modal perusahaan mempengaruhi nilai perusahaan yang dihitung dengan tiga metode pengujian yaitu: Modigliani Miller Value (V), *Enterprise Value Multiplier* dan *Tobin Q*, terutama setelah *go public*.

Kata Kunci: Struktur Modal, *Go Public*, Nilai Perusahaan

PENDAHULUAN

Salah satu aktivitas yang sangat penting dalam suatu perusahaan adalah aktivitas pendanaan. Setiap perusahaan membutuhkan dana untuk dapat menjalankan aktivitasnya sehari-hari dan berkembang. Sumber pendanaan dapat dibagi dua yaitu sumber pendanaan dari dalam (*internal financing*) dan sumber pendanaan dari luar (*external financing*). Sumber pendanaan dari dalam yaitu sumber dana yang dibentuk dan diperoleh dari dalam perusahaan sendiri, sedangkan sumber pendanaan dari luar yaitu sumber dana yang berasal dari hutang (*debt financing*) atau sumber dana dari modal sendiri (*equity financing*). Kombinasi antara penggunaan sumber dana yang berasal dari hutang dan sumber dana yang berasal dari modal sendiri akan mempengaruhi struktur modal

perusahaan. Obyektif dari manajemen struktur modal adalah gabungan sumber pendanaan yang permanen (hutang jangka panjang, saham preferen dan modal pemegang saham) yang digunakan untuk memaksimalkan harga saham perusahaan dengan memperkecil biaya modal gabungan yang disebut sebagai struktur modal optimal. Struktur modal selalu dihubungkan dengan nilai perusahaan. Nilai perusahaan dapat diartikan sebagai ekspektasi nilai investasi pemegang saham (harga pasar ekuitas) dan/atau ekspektasi nilai keseluruhan perusahaan (harga pasar ekuitas ditambah dengan nilai pasar hutang atau ekspektasi harga pasar aset). Salah satu cara untuk mendapatkan tambahan dana dalam rangka pendanaan atau pengembangan usaha bagi perusahaan yang sedang berkembang melalui *equity financing* adalah dengan menjual sebagian sahamnya kepada publik dan mencatatkan sahamnya di Bursa (*go public*). Nilai perusahaan merupakan persepsi investor terhadap perusahaan, yang sering dikaitkan dengan harga saham. Harga saham yang tinggi membuat nilai perusahaan juga tinggi.

Berdasarkan uraian pada pendahuluan tersebut, penelitian ini bertujuan untuk mengetahui dan menjelaskan tentang struktur modal perusahaan sebelum dan sesudah *go public* dan pengaruhnya terhadap nilai perusahaan dengan menggunakan metode pengujian yaitu Modigliani Miller Value (V), *Enterprise Value Multiplier* dan Tobin Q.

KAJIAN PUSTAKA

Nilai perusahaan dapat didefinisikan sebagai persepsi investor terhadap tingkat keberhasilan perusahaan yang terkait erat dengan harga sahamnya, nilai perusahaan juga umum dikenal sebagai nilai jual suatu perusahaan yang dilihat dari keberhasilan operasional manajemennya serta tingkat nilai jual atau likuiditasnya. Penilaian masyarakat terhadap kinerja suatu perusahaan akan berbanding lurus dengan potensi kenaikan harga saham dan penawaran di pasar modal. Nilai perusahaan dalam beberapa literatur disebut dengan berbagai istilah, misalnya *Price to Book Value* (PBV) ratio (Fakhruddin & Hardianto, 2001) dan *Market to Book Value* (MBV) ratio (Bringham & Gapenski, 2006). Sedangkan penelitian sebelumnya (Prihanto & Usmar, 2022) pada pengaruh langsung yang substansial terhadap nilai perusahaan diperoleh dari modal kerja, ROR dan NPM. Nilai perusahaan sangat berhubungan dengan teori *stakeholder* di mana teori tersebut merupakan sebuah konsep manajemen strategis, tujuannya adalah untuk membantu korporasi memperkuat hubungan dengan kelompok-kelompok eksternal dan mengembangkan keunggulan kompetitif (Evan & Freeman, 1993). Premis dasar dari teori *stakeholder* adalah bahwa semakin kuat hubungan korporasi, maka akan semakin baik bisnis korporasi. Sebaliknya, semakin buruk hubungan korporasi maka akan semakin sulit. Hubungan yang kuat dengan para pemangku kepentingan adalah berdasarkan kepercayaan, rasa hormat dan kerjasama

Sebenarnya PBV dan MBV adalah rasio-rasio yang mengukur nilai perusahaan. Pandangan baru mengenai pengukuran nilai perusahaan adalah dengan menggunakan *Enterprise Value Multiple* (Rasio). Konsep *Enterprise Value* (EV) melihat nilai perusahaan sebagai pengambilalihan teoritis. EV memberikan penilaian yang lebih akurat karena mencakup hutang dalam perhitungan nilai perusahaan. *Enterprise Value Multiple* (EVM) dapat dibentuk dari formula sebagai berikut :

$$EVM = \frac{EV}{EBITDA} \quad [\text{Kali}]$$

Di mana,

$$EV = \text{Market Value of Equity} + \text{Market Value of Debt} - \text{Cash and Cash Equivalent} \quad [\text{Rp}]$$

Dengan,

EVM : *Enterprise Value Multiple*

EVM : *Enterprise Value*

EBITDA : *Earnings Before Interest, Depreciation and Amortization*

Pengukuran menggunakan Tobin Q dihitung dengan menggunakan formula yang dikembangkan dan dikemukakan oleh Chung & Pruitt (1994), yaitu:

$$Tobin Q = \frac{(MEV + PS + DEBT)}{TA} \quad [\text{Kali}]$$

Dengan,

MEV : Harga Penutupan (*Closing Price*) x Jumlah Saham yang Beredar

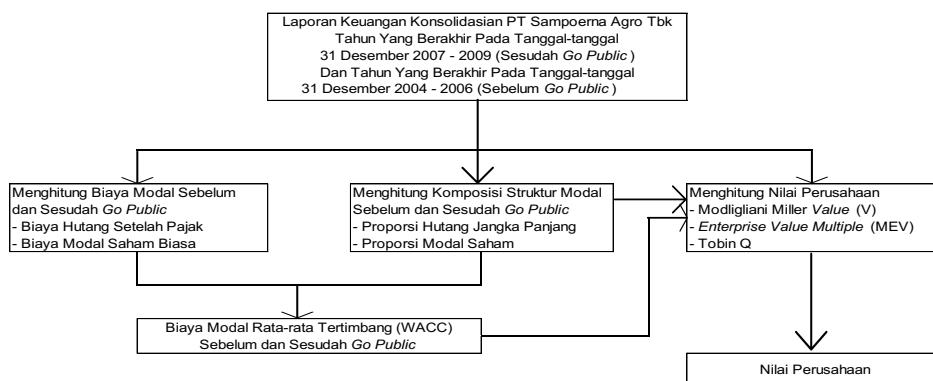
PS : Nilai Saham Preferen yang Beredar

DEBT : Total Hutang Jangka Pendek dan Jangka Panjang

TA : Total Aktiva

Dalam penelitian ini, penulis mengacu pada pendapat Gitman (2006:564), bahwa struktur modal optimal adalah struktur modal yang biaya modal rata-rata tertimbangnya minimal sehingga nilai perusahaan menjadi maksimal dan Van Horne dan Wachowicz (2007:237) yang mendefinisikan bahwa struktur modal optimal adalah struktur modal yang meminimumkan biaya modal perusahaan dan karenanya memaksimalkan nilai perusahaan.

Gambar 1 Kerangka Pemikiran



METODOLOGI PENELITIAN

ANALISIS STRUKTUR MODAL SEBELUM DAN SESUDAH GO PUBLIC DAN
 PENGARUHNYA TERHADAP NILAI PERUSAHAAN
 Patricia K. Surya

Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder yaitu data laporan keuangan konsolidasian PT Sampoerna Agro Tbk serta artikel yang berkaitan dengan penelitian yang dilakukan dan juga berbagai literatur yang diperoleh dari buku referensi, jurnal-jurnal, makalah atau artikel, surat kabar dan sumber-sumber lainnya. Data laporan keuangan konsolidasian PT Sampoerna Agro Tbk (perusahaan yang bergerak di bidang industri perkebunan kelapa sawit, yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia) adalah laporan keuangan yang dipublikasikan untuk umum berupa laporan keuangan konsolidasian perusahaan selama enam tahun berturut-turut (*time series*) yaitu untuk tahun yang berakhir pada tanggal-tanggal 31 Desember 2004, 2005, 2006, 2007, 2008 dan 2009.

Penelitian ini menggunakan metode penelitian asosiatif dan komparatif (perbandingan), yang dilakukan untuk berupaya mengetahui hubungan antara dua variabel atau lebih. Dengan metode penelitian asosiatif ini akan dapat dibangun suatu teori atau simpulan yang dapat berfungsi untuk menjelaskan, meramalkan dan mengontrol suatu gejala. Dilihat dari data yang digunakan, maka penelitian ini dapat dikatakan sebagai penelitian kuantitatif yang menggunakan data berbentuk angka. Dalam penelitian ini menggunakan tiga variabel pengukuran nilai perusahaan yaitu: Modigliani Miller *Value* (V), *Enterprise Value Multiple* (EVM) dan Tobin Q. Masing-masing variabel pengukuran tersebut akan dioperasionalkan dan diukur sebagai berikut:

1. Modigliani Miller *Value* (V)

V diukur dengan menggunakan persamaan:

$$V = \frac{EBIT \times (1-T)}{WACC} \quad [\text{Rp}]$$

EBIT merupakan laba usaha untuk tahun yang berakhir pada tanggal-tanggal 31 Desember 2004, 2005, 2006, 2007, 2008 dan 2009 sebagaimana yang terdapat dalam laporan laba rugi konsolidasian PT Sampoerna Agro Tbk. Tax merupakan tarif pajak penghasilan badan yang berlaku sesuai dengan ketentuan Undang-Undang Pajak di Indonesia. Dalam pengukuran ini, penulis menghitung tarif pajak penghasilan perusahaan berdasarkan persamaan sebagai berikut:

$$\text{Tax Rate} = \frac{\text{Tax Expense}}{\text{Earnings Before Tax}} \quad [\%]$$

WACC merupakan rata-rata tertimbang biaya modal PT Sampoerna Agro Tbk yang terdiri dari biaya hutang (*cost of debt*) dan biaya modal saham biasa (*cost of equity*). Dalam pengukuran ini, penulis menghitung biaya hutang berdasarkan persamaan sebagai berikut:

$$\text{Cost of Debt} = \frac{\text{Interest Expense}}{\text{Average Debt}} \quad [\%]$$

$$\text{Average Debt} = \frac{\text{Debt Awal Tahun} + \text{Debt Akhir Tahun}}{2} \quad [\text{Rp}]$$

Biaya modal saham biasa dihitung dengan menggunakan *Capital Asset Pricing Model* (CAPM) dengan menggunakan persamaan:

$$k_s = R_F + [\beta \times (k_m - R_F)] \quad [\%]$$

Untuk tingkat suku bunga bebas risiko, penulis menggunakan Tingkat Pengembalian Obligasi Pemerintah Indonesia (*Indonesia Government Bond Yield*), yang diambil dari *Bloomberg*, untuk tahun yang berakhir pada tanggal-tanggal 31 Desember 2004, 2005, 2006, 2007, 2008 dan 2009. Sedangkan premi risiko diambil dari data *Risk Premium for Other Markets* untuk Indonesia dalam <http://pages.stern.nyu.edu/adamodar/>, untuk tahun yang berakhir pada tanggal-tanggal 31 Desember 2004, 2005, 2006, 2007, 2008 dan 2009. Untuk menghitung biaya hutang setelah pajak digunakan persamaan:

$$k_i = k_d \times (1 - T) \quad [\%]$$

Menghitung biaya modal rata-rata tertimbang secara langsung adalah mengalikan biaya modal dari setiap bentuk pendanaan dengan proporsinya dalam perusahaan dan menjumlahkan nilai yang dihargainya. Dapat digunakan persamaan sebagai berikut:

$$k_a = (W_i \times k_i) + (W_p \times k_p + (W_s \times k_s)) \quad [\%]$$

2. Enterprise Value Multiple (EVM)

EVM dihitung dengan menggunakan persamaan:

$$EVM = \frac{EV}{EBITDA} \quad [Kali]$$

EV dihitung dengan *Book Value of Equity* ditambah *Book Value of Debt* dikurangi dengan *Cash and Cash Equivalents*. Oleh karena penelitian ini melibatkan tahun yang berakhir pada tanggal-tanggal 31 Desember 2004, 2005 dan 2006, yaitu tahun di mana perusahaan belum *go public*, maka untuk menghindari ketimpangan data, penulis mengganti nilai pasar (*market value*) dengan nilai buku (*book value*). *Book Value of Equity* menggunakan data jumlah ekuitas, *Book Value of Debt* menggunakan data hutang jangka panjang (*long-term debt*) serta *cash and cash equivalents* menggunakan data *cash and cash equivalents* sebagaimana terdapat pada neraca konsolidasian pada tanggal 31 Desember 2004, 2005, 2006, 2007, 2008 dan 2009 PT Samporena Agro Tbk. EBITDA merupakan laba operasi sebelum depresiasi dan amortisasi sehingga EBITDA dapat dihitung dengan menjumlahkan laba operasi, depresiasi dan amortisasi yang datanya terdapat dalam laporan laba rugi konsolidasian PT Samperna Agro Tbk untuk tahun yang berakhir pada tanggal-tanggal 31 Desember 2009, 2008, 2007, 2006, 2005 dan 2004 serta data yang terdapat pada catatan atas laporan keuangan konsolidasian tersebut.

3. Tobin Q

Tobin Q dihitung dengan menggunakan persamaan:

$$Tobin Q = \frac{(MEV + DEBT)}{TA} \quad [Kali]$$

Market Equity Value (MEV) dihitung dengan menggunakan *closing price* dikali dengan *outstanding shares*. *Closing price* merupakan harga penutupan saham PT Sampoerna Agro TBk pada hari terakhir perdagangan saham di Bursa Efek Indonesia. Untuk tahun 2004-2006 di mana perusahaan belum *go public*, penulis menggunakan data *book value* sebagai pengganti data *closing price* dan jumlah lembar saham yang ditempatkan dan disetor penuh sebagaimana terdapat pada neraca konsolidasian pada tanggal 31 Desember 2004, 2005 dan 2006. *Debt* merupakan total hutang yang terdiri dari total hutang jangka pendek dan hutang jangka panjang perusahaan.

HASIL

Hasil perhitungan nilai perusahaan dapat disajikan sebagai berikut:

Tabel 1 Perhitungan Nilai Perusahaan Menggunakan Modigliani Miller *Value (V)* Dengan Pajak, *Enterprise Value Multiplier* dan Tobin Q PT Sampoerna Agro Tbk Periode Tahun 2004-2009

Tahun	Nilai Perusahaan (V)	EVM	Tobin Q
2004	1.008.367.294.677	1.8264	1
2005	509.862.421.574	2.9623	1
2006	899.152.044.007	1.8573	1
2007	1.582.208.173.948	2.5628	3.4182
2008	2.348.606.526.444	1.6485	1.2812
2009	2.207.846.891.105	2.9517	2.4756

Sumber: Data diolah dari Laporan Keuangan Konsolidasian
 PT Sampoerna Agro Tbk (2004-2009)

Nilai Perusahaan (V) dipengaruhi dua variabel, yaitu EBIT dan Biaya Modal Rata-rata tertimbang (k_a), EVM dipengaruhi dua variable, yaitu EV dan EBITDA, sedangkan nilai Tobin Q dipengaruhi tiga variable yaitu MEV, *Debt* dan Total Aktiva.

PEMBAHASAN

Pada tabel 1 dapat dilihat bahwa nilai perusahaan PT Sampoerna Agro Tbk berfluktuasi dari tahun 2004 hingga tahun 2009. Secara keseluruhan sepanjang tahun penelitian (2004-2009), nilai perusahaan PT Sampoerna Agro Tbk berfluktuasi, selain disebabkan berfluktuasinya biaya modal rata-rata tertimbangnya, juga karena laba sebelum bunga dan pajak berfluktuasi signifikan.

Secara keseluruhan sepanjang tahun penelitian (2004-2009), EVM mengalami fluktuasi. Peningkatan total ekuitas yang berasal dari penerbitan saham baru pada waktu perusahaan *go public* pada tanggal 18 Juni 2007 merupakan variabel utama peningkatan EV. EV meningkat signifikan setelah perusahaan *go public*, tetapi peningkatan EV juga diikuti peningkatan laba sebelum bunga, pajak, depresiasi dan amortisasi, sehingga EVM tidak meningkat signifikan sebesar persentase peningkatan EV.

Secara keseluruhan sepanjang tahun penelitian sesudah PT Sampoerna Agro Tbk *go public* (2007-2009), nilai Tobin Q mengalami fluktuasi. Peningkatan jumlah lembar saham yang disetor penuh yang berasal dari penerbitan saham baru pada waktu

perusahaan *go public* pada tanggal 18 Juni 2007 dan harga penutupan per lembar saham pada tahun 2007, merupakan variabel utama tingginya nilai Tobin Q pada tahun 2007. Jika perusahaan tidak menerbitkan saham baru lagi setelah *go public*, maka nilai Tobin Q tergantung pada harga penutupan saham di bursa.

SIMPULAN

Dari hasil perhitungan serta pembahasan, dapat disimpulkan bahwa pada metode V, nilai perusahaan pada tahun setelah *go public* mengalami peningkatan jika dibandingkan dengan tahun sebelum *go public*. Pada metode EVM, nilai perusahaan pada tahun setelah *go public* juga mengalami peningkatan jika dibandingkan dengan tahun sebelum *go public* (kecuali tahun 2005 yang lebih tinggi dibandingkan dengan tahun setelah *go public* dan tahun 2008 yang lebih rendah dibandingkan tahun sebelum *go public*). Sementara pada metode Tobin Q, nilai perusahaan pada tahun setelah *go public* juga mengalami peningkatan jika dibandingkan dengan tahun sebelum *go public*.

Struktur modal perusahaan mempengaruhi nilai perusahaan yang dihitung dengan tiga metode pengujian (V, EVM dan Tobin Q), terutama setelah *go public*. Struktur modal perusahaan merupakan salah satu variabel yang mempengaruhi perhitungan:

- Pada metode V: biaya modal rata-rata tertimbang (*weighted average cost of capital*).
- Pada metode EVM: total ekuitas dan hutang jangka panjang.
- Pada metode Tobin Q: nilai pasar ekuitas (*market equity value*).

DAFTAR PUSTAKA

Bingham, Eugene F., & Gapenski, L.C. 2006. *Financial Management: Theory & Practice*, 11th ed. The Dryden Press-NY, USA.

Fakhruddin, M. & Hadianto, M.S. 2001. *Perangkat dan Model Analisis Investasi di Pasar Modal*, PT Elex Media Komputindo, Jakarta

Gitman, Lawrence J. 2006. *Principles of Managerial Finance (Eleventh Edition)*. Pearson Addison Wesley, USA

Van Horne, James C and Wachowicz, John. 1007. *Prinsip-prinsip Manajemen Keuangan* Buku 2 Edisi 12. Terjemahan Dewi Fitriasari dan Deny Arnos Kwary, Jakarta Salemba Empat

Article from website with author's name

Black, Bernard S., H.Jang and W.Kim, 2003, *Does Corporate Governance Affect Firm Value? Evidence from Korea*. <http://papers.ssrn.com>

Damodaran, Aswath. *Risk Premium for Other Markets untuk Indonesia dalam* <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

Klapper, Leora F., & I. Love. 2002. *Corporate Governance, Investor Protection, and Performance in Emerging Market*. World Bank Working Paper

Modigliani, F. & Miller, M.H.1963. *Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction*. American Economic Review, 53(3), 433-443.

PT Bursa Efek Indonesia *Report*, tahun 2004, 2005. 2006, 2007. 2008 dan 2009. Melalui <http://www.idx.co.id/>

Printed journal

Chung Kee. H., & Stephen W. Pruitt. 1994. *A Simple Approximation of Tobin Q, Financial Management*, Vol. 23, No. 3, 1994

Christianti, Ari, 2006. *Penentuan Perilaku Kebijakan Struktur Modal pada Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Jakarta: Hipotesis Static Trade Off atau Pecking Order Theory*. Simposium Nasional Akuntansi 9, Padang, K-AKPM 25, 1-21.

Evan, W. M., & Freeman, R. E. (1993). *A stakeholder Theory of the Modern Corporation: Kantian Capitalism*. In T. L. Beauchamp & N. E. Bowie (Eds.), *Ethical Theory and Business*. Prentice-Hall.

Prihanto, H., & Usmar. (2022). Company Value Factor Analysis Through Earnings Quality As An Intervening. *International Journal of Entrepreneurship*, 26(1), 1-14.