

PIUTANG SEBAGAI MEDIASI DALAM STRUKTUR MODAL MEMPENGARUHI *RETURN* SAHAM PERUSAHAAN PERBANKAN

Umi Murtini

Universitas Kristen Duta Wacana
Jl. Wahidin Sudirohusodo No. 5-25, Yogyakarta
umimt@staff.ukdw.ac.id

<http://dx.doi.org/>

ABSTRACT

This study examines the role of receivables as a intervening variable in the capital structure affecting stock returns. The amount of receivables is measured using the natural logarithm of receivables, the capital structure is measured using the debt equity ratio (DER) and the return on shares is measured using annual stock returns. The analysis method is used regression with panel data (pooled data). The regression model is used the Common Effect Model. The research sample was used by banking companies listed on the Indonesia Stock Exchange (IDX) for the 2016-2020 period. The results showed that receivables supported as a intervening variable in the capital structure affect stock returns.

Keywords: *DER, receivables, stock return, moderating*

ABSTRAK

Penelitian ini menguji peran piutang sebagai variabel mediasi dalam struktur modal mempengaruhi *return* saham. Besarnya piutang diukur menggunakan logaritma natural piutang, struktur modal diukur menggunakan *debt equity ratio* (DER) dan *return* saham diukur menggunakan *return* saham tahunan. Metoda analisis digunakan regresi dengan data panel (*pooled data*). Model regresi digunakan *Common Effect Model*. Sampel penelitian digunakan perusahaan perbankan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode 2016-2020. Hasil penelitian menunjukkan bahwa piutang terdukung sebagai variabel mediasi dalam struktur modal mempengaruhi *return* saham.

Kata Kunci: *DER, piutang, return saham, pemoderasi*

PENDAHULUAN

Tujuan perusahaan adalah memaksimalkan nilai perusahaan. Bagi perusahaan yang sudah *go public*, maksimisasi nilai perusahaan dapat dilihat dari meningkatnya (maksimum) harga pasar saham (Brigham & Houston, 2021). Banyak strategi dapat dilakukan oleh perusahaan untuk dapat memaksimalkan harga sahamnya. Salah satu strategi dengan meminimalkan biaya modal perusahaan. Biaya modal yang minimal akan menyebabkan nilai perusahaan menjadi maksimal. Biaya modal digunakan sebagai *discount factor* dalam menghitung nilai sekarang nilai perusahaan. Semakin rendah biaya modal, berarti semakin rendah *discount factor*. Dengan harga saham yang tetap, tetapi nilai *discount factor* semakin rendah, maka nilai sekarang dari nilai perusahaan menjadi semakin tinggi.

Perusahaan berusaha untuk menentukan struktur modal sedemikian rupa sehingga bisa meminimalkan biaya modal. Proporsi antara hutang dan modal sendiri harus ditentukan dengan tepat untuk mendapatkan biaya modal yang minimal. Hutang semakin besar bisa menurunkan biaya modal karena bunga hutang dapat digunakan sebagai pengurang pajak yang harus dibayarkan ke pemerintah (*tax shield*). Dengan demikian perusahaan akan berusaha meningkatkan hutang untuk menurunkan biaya modal. Akan tetapi pada suatu titik tertentu penambahan hutang dalam struktur modal perusahaan akan meningkatkan biaya modal juga. Hal ini disebabkan karena penambahan hutang akan meningkatkan risiko perusahaan, yaitu risiko penurunan kemampuan perusahaan mengembalikan hutangnya. Peningkatan risiko yang tinggi tidak seimbang dengan *tax shield* yang didapatkan oleh perusahaan mengakibatkan tambahan hutang akan meningkatkan biaya hutang (Brigham & Houston, 2021).

Hutang yang semakin tinggi dapat meningkatkan risiko perusahaan. Investor yang preferensi risikonya lebih ke *risk averse* bila akan menggunakan proporsi hutang perusahaan sebagai salah satu pertimbangan dalam menentukan investasinya. Investor cenderung akan memilih investasi pada perusahaan yang memiliki proporsi hutang lebih kecil di dalam struktur modalnya. Dengan asumsi bahwa perusahaan yang dibiayai menggunakan modal sendiri lebih besar akan memiliki risiko lebih

kecil.

Perusahaan perbankan pada umumnya Sebagian besar dibiayai dari hutang. Hutang bagi perusahaan perbankan diperoleh dari pendanaan pihak ke-3 juga dari depositan. Perusahaan perbankan akan menghimpun dana dari masyarakat kemudian menyalurkannya kembali ke masyarakat dalam bentuk kredit. Hal ini sesuai dengan fungsi perbankan sebagai lembaga *intermediary*. Semakin besar dana yang dapat dihimpun oleh perbankan, tetapi juga semakin banyak yang dapat disalurkan ke masyarakat maka perbankan tersebut akan mendapatkan keuntungan semakin besar. Dengan demikian untuk perusahaan perbankan, belum tentu hutang yang besar akan meningkatkan risiko. Hutang yang besar dan dapat disalurkan ke masyarakat akan lebih disukai oleh investor karena dapat menghasilkan keuntungan yang besar dan memberikan dividen yang besar pula bagi investor. Dengan demikian investor akan cenderung membeli saham perusahaan perbankan dengan proporsi hutang yang besar di struktur modalnya.

Purba (2019), hasil penelitiannya menunjukkan bahwa proporsi hutang yang semakin besar dalam struktur modal perusahaan akan meningkatkan harga saham perusahaan. Proporsi hutang ini diukur menggunakan *debt equity ratio* (DER). DER berpengaruh positif terhadap harga saham. Semakin tinggi DER maka harga saham perusahaan juga semakin tinggi. Berlawanan dengan penelitian Purba, Devi & Artini (2019) serta (Ayem & Astuti, 2019) menemukan bahwa DER berpengaruh negatif terhadap harga saham. Semakin tinggi proporsi hutang perusahaan di dalam struktur modalnya akan menyebabkan harga saham perusahaan semakin turun.

Dari penelitian di atas yang memberikan hasil belum konsisten, ada kemungkinan bahwa DER tidak berpengaruh secara langsung terhadap harga saham. Investor lebih suka melihat perubahan proporsi hutang (DER). Perubahan DER lebih memberi informasi bagi investor. Melalui perubahan tersebut investor akan menilai apakah perusahaan semakin berisiko atau semakin menurun risikonya.

Bagi perusahaan perbankan yang sebagai *intermediary*, sumber pendanaan dari hutang dalam jumlah besar tidak akan menyebabkan risiko tinggi apabila bisa menyalurkan hutang

tersebut ke masyarakat. Maka untuk investasi di perusahaan perbankan perlu pula dipertimbangkan besarnya piutang yang dimiliki. Besarnya piutang mengindikasikan keberhasilan perusahaan dalam menyalurkan dana yang berasal dari hutang ke masyarakat. Berdasar latar belakang tersebut, maka peneliti tertarik untuk menguji apakah piutang yang dimiliki oleh perusahaan perbankan ini sebagai variabel mediasi dalam struktur modal mempengaruhi *return* saham.

Hasil penelitian ini diharapkan bermanfaat bagi perusahaan perbankan untuk sebagai salah satu pertimbangan dan usaha mencapai tujuan perusahaan dengan menentukan struktur modal yang optimal dan menentukan besarnya piutang perusahaan. Penelitian ini juga bisa bermanfaat bagi investor dalam menentukan investasi di perusahaan perbankan, selain melihat struktur modal juga perlu mempertimbangkan jumlah piutang perusahaan.

TINJAUAN PUSTAKA

Sumber dana perusahaan dapat dipenuhi dengan menggunakan hutang dan ekuitas. Sumber pendanaan perusahaan ini disebut dengan struktur modal. Struktur modal merupakan proporsi sumber pendanaan perusahaan yang berasal dari hutang dan ekuitas. Ada beberapa teori tentang struktur modal yaitu:

2.1 Signalling Theory

Signaling theory menyatakan bahwa kebijakan manajemen dapat menjadi sinyal bagi investor tentang keadaan perusahaan. Sinyal dapat ditangkap dan diinterpretasikan oleh investor sebagai sinyal positif maupun sinyal negatif. Bila sinyal yang ditangkap investor sebagai sinyal positif maka investor akan membeli saham perusahaan itu sehingga harga sahamnya akan naik. Sebaliknya apabila sinyal ditangkap negatif maka investor akan menjual sahamnya dan mengakibatkan harga pasar saham turun (Brigham & Houston, 2021). Laporan keuangan dipublikasikan menjadi hal yang dapat dipertimbangkan untuk mengambil keputusan investasi. Semakin baik kinerja perusahaan yang dapat dianalisis melalui rasio keuangan dapat digunakan investor untuk mengambil keputusan investasi. Laporan

keuangan juga bisa memberikan sinyal bagi investor. Laporan keuangan yang dipublikasikan dapat mengandung informasi akan mempengaruhi perubahan harga saham. Penyampaian informasi yang benar mengenai kondisi perusahaan merupakan sinyal positif bagi perusahaan (Affinanda, 2015; dan Taufiq, 2016).

2.2 Trade Off Theory

Trade off theory mengemukakan tentang adanya *trade off* antara *tax shield* yang dinikmati perusahaan bila menggunakan sumber dana hutang dan meningkatnya risiko perusahaan. Teori ini membahas hubungan antara struktur modal dengan nilai perusahaan. Umdiana (2020) teori *trade off* dalam struktur modal merupakan menyeimbangkan manfaat dan dedikasi yang timbul akibat adanya penggunaan utang. Manajemen perlu mempertimbangkan manfaat yang lebih besar. Apabila kemanfaatan *tax shield* dirasa lebih besar dibandingkan risiko yang akan ditanggung, maka manajemen dapat meningkatkan hutang sebagai sumber pendanaannya. Akan tetapi bila kemanfaatan *tax shield* lebih kecil dibandingkan risiko yang akan ditanggung, maka manajemen penambahan kebutuhan dana dapat dilakukan dengan menambah ekuitas. Penambahan ekuitas dapat dilakukan dengan menerbitkan saham baru atau dengan menambah laba yang ditahan.

Mahardika (2014), *trade off theory* membuktikan bahwa ada struktur modal yang optimal bagi perusahaan, yaitu proporsi yang tepat antara hutang dan ekuitas. Proporsi yang tepat bagi satu perusahaan belum tentu optimal untuk perusahaan lain. Struktur modal yang optimal ini akan memberikan keseimbangan antara risiko yang ditanggung perusahaan dengan kemanfaatan *tax shield* karena perusahaan memiliki hutang. Penggunaan utang dapat disimpulkan:

1. Perusahaan dengan risiko usaha rendah bisa meminjam lebih banyak tanpa harus dibebani oleh *expected cost of financial distress* sehingga didapatkan pajak yang menguntungkan akibat penggunaan utang yang lebih banyak.
2. Perusahaan dengan *tangible assets* dan *marketable assets* tinggi dapat memanfaatkan sumber pendanaan yang

berasal dari hutang lebih besar dibanding perusahaan yang *intangible assets* rendah.

3. Perusahaan di negara dengan pajak besar, memiliki struktur modal dengan hutang yang besar akan lebih menguntungkan.

Dasar pemikiran pada pecking order theory, adalah tidak adanya target *debt to equity ratio* (DER), tetapi adanya hierarki sumber pendanaan perusahaan. Hierarki diurutkan dari sumber pendanaan dengan biaya modal terendah ke biaya modal tertinggi. Dalam *pecking order theory* diutamakan pendanaan dari internal perusahaan atau pendanaan dari dalam perusahaan, bila pendaan dari internal sudah habis maka perusahaan baru mencari pendanaan yang bersumber dari eksternal perusahaan.

Dana yang bersumber dari internal perusahaan dapat diambilkan dari komulatif laba yang ditahan. Bila laba yang ditahan sudah habis, maka perusahaan dapat menggunakan sumber dana dari hutang. Sumber dana dari hutang biasanya dipilih oleh perusahaan yang memiliki tingkat profitabilitasnya rendah. Karena tingkat profitabilitas rendah, maka perusahaan tidak dapat menahan keuntungan dengan lebih banyak (yang nantinya menjadi sumber pendanaan utama bagi perusahaan). Pendanaan eksternal pertama bisa diperoleh dari hutang (dengan alasan mendapatkan *tax shield*). Pendanaan yang berasal dari hutang apabila sudah maksimum, terlihat dari peningkatan risiko perusahaan yang tinggi, maka perusahaan dapat menambah modal dengan mengeluarkan saham baru. Pengeluaran saham baru (emisi saham), biasanya menjadi pilihan terakhir karena emisi saham biasanya memerlukan biaya yang cukup besar dan waktu lama dan prosedur serta persyaratan cukup rumit.

2.3 Struktur Modal

Struktur modal merupakan proporsi sumber pendanaan perusahaan. Sumber pendanaan perusahaan berasal dari hutang dan ekuitas. Struktur sumber dana ini biasa dinilai dengan menggunakan *debt to equity ratio* (DER). DER selain digunakan untuk menilai sumber pendanaan atau struktur modal perusahaan, juga digunakan untuk menilai kinerja serta risiko perusahaan. Nilai DER lebih besar dari 1

menunjukkan bahwa proporsi sumber pendanaan perusahaan sebagian besar berasal dari hutang. Hal ini menunjukkan ketergantungan perusahaan terhadap pihak luar juga semakin besar. Semakin besar ketergantungan perusahaan kepada pihak luar, akan mengurangi keleluasaan manajemen dalam mengambil keputusan. Sehingga dapat menghambat pertumbuhan perusahaan. Nilai DER yang semakin lebih besar dari 1 juga menunjukkan risiko perusahaan, yaitu risiko kebangkrutan semakin besar. Kinerja perusahaan yang buruk menunjukkan tingginya rasio *leverage*, hal ini disebabkan tingkat keterkaitan permodalan perusahaan yang semakin besar terhadap pihak luar (Luh, 2016). Investor ketika akan menempatkan dananya pada suatu perusahaan biasanya juga memperhitungkan besarnya hutang perusahaan. Hal ini dilakukan investor, khususnya investor yang memiliki preferensi risiko *risk averse* (tidak menyukai risiko). Investor yang tidak menyukai risiko akan menginvestasikan dananya pada perusahaan yang memiliki risiko rendah, salah satunya dengan melihat DER yang rendah. Dengan demikian besarnya DER biasanya berkorelasi negatif terhadap harga saham. Investor semakin menilai perusahaan ini berisiko semakin besar (DER tinggi), akan menyebabkan harga saham menurun (semakin kecil).

Hutang yang tinggi akan menimbulkan beban tetap yang besar pula bagi perusahaan. Beban tetap dapat mengurangi laba perusahaan dan akhirnya menurunkan dividen bagi pemegang saham. Salah satu tujuan investor untuk investasi adalah mendapatkan dividen, selain *capital gain*. Apabila investor, khususnya investor institusi mendapatkan dividen yang rendah maka, investor tersebut akan menjual sahamnya. Apabila Sebagian besar investor menjual sahamnya maka harga saham perusahaan akan turun. Penurunan harga saham ini biasanya dihindari oleh investor sehingga bisa menyebabkan harga saham semakin turun (Murtini, 2015).

Bagi perusahaan perbankan, hutang baik jangka panjang maupun jangka pendek menjadi sumber pendanaan utama. Sebagian besar sumber pendanaan perusahaan berasal dari hutang, sehingga proporsi sumber dana dari hutang lebih besar dari pada modal sendiri (ekuitas). Hutang jangka pendek dihimpun melalui tabungan nasabah dan deposito. Sedang

hutang jangka Panjang dapat diperoleh dengan mengeluarkan obligasi maupun sumber hutang lainnya.

2.4 Piutang

Piutang bagi perusahaan manufaktur muncul karena perusahaan menjual secara kredit. Untuk perusahaan perbankan, piutang muncul karena ada penyaluran dana dari sumber dana yang dimiliki kepada masyarakat. Semakin besar piutang yang dimiliki perbankan menunjukkan bahwa perbankan semakin baik atau besar penyaluran dananya. Piutang ini menjadi salah satu sumber pendapatan bagi perbankan. Kinerja perbankan akan menjadi semakin bagus apabila piutangnya semakin tinggi dengan diikuti kredit macet (*non performance loan/NPL*) yang rendah. Perbankan yang memiliki piutang tinggi, NPL rendah akan diikuti dengan pendapatan tinggi. Apabila perbankan ini dikelola dengan efisien, maka keuntungan perusahaan akan meningkat. Dengan demikian perbankan dengan piutang yang tinggi akan meningkatkan harga saham. Investor lebih tertarik pada perusahaan perbankan yang memiliki piutang tinggi, oleh karena itu investor akan banyak yang membeli perusahaan perbankan ini dan menyebabkan harga saham perusahaan meningkat.

Ada beberapa tujuan perusahaan menjual secara kredit (memiliki piutang), antara lain pendapatan meningkat, laba meningkat, loyalitas pelanggan terjaga. Perusahaan yang tadinya menjual secara kas/tunai, kemudian memberikan kelonggaran kepada konsumennya untuk membeli dengan kredit, mengharapkan konsumen bisa meningkatkan pembeliannya. Harapan dengan adanya termin pembayaran, konsumen akan mengumpulkan dana atau mengelola kasnya sedemikian rupa sehingga dapat meningkatkan pembelian. Bila konsumen meningkatkan pembelian maka penjual dapat meningkat penjualannya.

Penjualan yang meningkat dengan tingkat efisiensi pengelolaan perusahaan yang relative tetap, maka keuntungan perusahaan akan meningkat. Peningkatan keuntungan perusahaan diharapkan akan meningkatkan kekayaan pemilik perusahaan (pemegang saham) dengan adanya peningkatan dividen. Dividen meningkat maka saham perusahaan tersebut meningkat, dengan demikian peningkatan piutang diharapkan berimbas pada

peningkatan harga saham (*return* saham).

Penjualan dengan tempo pembayaran memungkinkan konsumen untuk menggunakan dana kas yang ada untuk keperluan yang segera harus dilunasi terlebih dahulu. Sehingga pembelian dengan tempo ini dapat mempertahankan konsumen untuk tetap setia membeli di perusahaan tersebut. Dengan demikian penjualan kredit dapat meningkatkan loyalitas konsumen.

Piutang merupakan salah satu bagian dari modal kerja yang selalu berputar. Bagian modal kerja lainnya selain piutang adalah kas dan persediaan. Piutang adalah modal kerja yang paling dekat untuk dapat diubah menjadi kas. Piutang yang bagus adalah piutang yang selalu dapat tertagih atau dapat segera diubah menjadi kas. Adakalanya piutang tidak dapat tertagih sesuai dengan perioda waktu yang ditentukan. Sehingga apabila perusahaan memiliki piutang sudah sewajarnya juga mencadangkan piutang yang tidak tertagih dan menjadi kerugian bagi perusahaan. Sehingga Ketika perusahaan akan menentukan jangka waktu utang sudah selayaknya dihitung dengan cermat supaya peningkatan penjualan yang diperoleh karena adanya penjualan kredit, harus lebih besar dibandingkan biaya piutang dan kerugian karena adanya piutang yang tidak tertagih.

Piutang yang timbul memiliki sisi negatif bagi perusahaan yaitu menambah biaya dan risiko. Adanya piutang, perusahaan perlu menambah biaya pengeluaran untuk mengelola piutang. Biaya yang timbul karena adanya piutang antara lain: biaya administrasi piutang dan biaya penagihan piutang. Sedang risiko yang muncul karena adanya piutang adalah risiko tidak tertagihnya piutang tepat waktu (*bad debt*) dan risiko utang yang sama sekali tidak tertagih, sehingga meningkatkan kerugian.

Ada beberapa faktor yang mempengaruhi piutang, yaitu:

1. Jangka waktu (perioda) piutang
2. Besaran penjualan kredit
3. Syarat pembayaran
4. Kebijakan pengumpulan piutang.

Semakin panjang jangka waktu kredit biasanya juga akan meningkatkan jumlah piutang semakin besar. Hal ini dimungkinkan karena konsumen akan semakin tertarik untuk membeli dengan pembayaran kemudian.

Sehingga konsumen dapat menggunakan dana kas nya untuk diputar terlebih dahulu untuk menghasilkan pendapatan yang lebih besar. Semakin besar jumlah piutang akan menyebabkan dana perusahaan semakin besar tertanam dalam piutang. Dengan demikian perusahaan perlu mengusahakan dana untuk modal kerja semakin besar.

Besaran penjualan kredit yang diberikan akan menyebabkan jumlah piutang yang semakin besar. Bagi perusahaan perbankan hal ini menjadi tujuan utama dari penjualan perusahaan. Perusahaan perbankan akan menjual kreditnya semakin besar. Jumlah kredit yang terserap oleh masyarakat akan menjadi kinerja perusahaan perbankan menjadi lebih baik. Dengan demikian penghimpunan dana yang diperoleh melalui tabungan dan deposito dapat disalurkan ke masyarakat menjadi kredit. Hal ini menyebabkan dana yang menganggur di perusahaan semakin kecil. Dengan demikian perusahaan bisa meningkatkan efektifitas dan kinerja perusahaan.

Syarat pembayaran kredit semakin ringan menyebabkan permintaan kredit semakin tinggi. Nasabah merasa lebih mudah untuk mengangsur kreditnya. Kemudahan mengangsur ini menarik bagi calon nasabah. Sehingga kemudahan kredit dapat memperluas jangkauan nasabah. Dengan demikian jumlah nasabah meningkat. Peningkatan jumlah nasabah dapat meningkatkan jumlah kredit yang tersebar di masyarakat, sehingga jumlah piutang juga meningkat. Selain jumlah nasabah yang meningkat, ada kemungkinan peningkatan jumlah kredit yang diajukan oleh nasabah lama. Peningkatan jumlah kredit yang diajukan ini juga meningkatkan piutang perusahaan.

Kebijakan pengumpulan kredit yang dirasakan nyaman dan bersahabat oleh nasabah dapat meningkatkan jumlah kredit nasabah. Nasabah akan menjadi loyal ke perusahaan bila merasa mendapatkan kemudahan dari kebijakan kredit yang ditentukan perusahaan. Nasabah yang loyal ini dapat menjadi sumber promosi bagi perusahaan. Sehingga dapat mengajak orang lain untuk menjadi nasabah kredit perusahaan. Dengan demikian kebijakan kredit dapat meningkatkan jumlah kredit otomatis piutang perusahaan juga meningkat.

2.5 Penelitian Terdahulu

Rehmen & Naveed (2020) serta (Anwar & Malik, 2020) dalam penelitiannya

menyimpulkan bahwa *Debt to Equity Ratio* (DER) berhubungan negatif terhadap *return* saham. Semakin tinggi DER, menunjukkan semakin tinggi proporsi pendanaan yang berasal dari hutang menyebabkan *return* saham perusahaan semakin rendah. *Return* yang semakin rendah ini dikarenakan harga saham perusahaan turun. Investor menganggap bahwa semakin tinggi proporsi hutang sebagai sumber pendanaan menyebabkan risiko perusahaan meningkat sehingga investor Sebagian besar menjual sahamnya dan menyebabkan harga saham menurun. Penurunan harga saham ini menyebabkan *return* saham turun. Hasil penelitian ini mendukung penelitian (Perwani & Artini, 2019; Ayem & Astuti, 2019; Dewi & Siduarta, 2019; serta Andyani & Mustanda, 2018).

Oroh, Rate & Kojo (2019), dalam penelitiannya menyimpulkan bahwa DER tidak berpengaruh terhadap *return* saham. Dalam penelitian ini dijelaskan bahwa diduga Sebagian investor merupakan investor jangka pendek. Mereka sebenarnya bukan investor tetapi lebih sebagai trader. Karena trader, sehingga memegang saham perusahaan dalam jangka pendek (kurang dari 1 tahun) bahkan pendek sekali (kurang dari 1 minggu), sehingga investor tidak mempertimbangkan DER perusahaan dalam melakukan transaksi saham. Investor cenderung menggunakan analisis teknikal dalam bertransaksi dan kurang memperhatikan analisis fundamental. Investor berpendapat bahwa apabila perusahaan bangkrut maka tidak akan terjadi sekonyong-konyong bangkrut, tetapi perlu waktu untuk proses bangkrut. Sehingga para investor jangka pendek atau trader tidak melakukan analisis fundamental dalam memutuskan transaksi saham (investasinya). Penelitian ini mendukung penelitian (Supriantikasari & Utami, 2019; Havinah & Wijaya, 2018; serta Kurniawan, Yuliani & Gharsama, 2016).

2.6 Pengembangan Hipotesis

Perusahaan perbankan mendapatkan sumber pendanaan utama dari tabungan. Perbankan merupakan *intermediary* jadi mengumpulkan dana dari masyarakat untuk disalurkan Kembali ke masyarakat melalui kredit. Sehingga struktur modal perusahaan lebih banyak didukung dari hutang. Hutang yang besar diharapkan menjadi indikasi bahwa perusahaan ini berhasil penghimpun dana dari masyarakat, sehingga

akan dinilai baik oleh masyarakat dan direfleksikan dengan membeli saham perusahaan perbankan. Dengan demikian akan meningkatkan harga saham perusahaan dan meningkatkan *return* saham perusahaan. Investor akan menilai perusahaan perbankan akan lebih baik lagi apabila peningkatan struktur modal (DER) juga diikuti dengan adanya peningkatan piutang perusahaan. Peningkatan piutang ini menunjukkan kemampuan perusahaan perbankan menyalurkan dananya ke masyarakat. Hal ini akan semakin memperkuat keyakinan investor untuk menilai bahwa perusahaan tersebut, baik, sehat, bertumbuh dan layak untuk penempatan dana investor.

Peningkatan proporsi hutang dalam struktur modal, tidak serta merta langsung mempengaruhi *return* saham. Hal ini sesuai dengan hasil penelitian terdahulu yang belum konsisten tentang pengaruh struktur modal (DER) terhadap *return* saham. Rehmen & Naveed (2020); Purwani & Artini (2019); Ayem & Astuti (2019); Dewi & Siduarta (2019); serta Andyani & Mustanda (2018) menyimpulkan dalam penelitian mereka bahwa DER berpengaruh negatif terhadap *return* saham sedangkan (Oroh, Rate & Kojo, 2019; Supriantikasari & Utami, 2019; Havinah & Wijaya, 2018; serta Kurniawan, Yuliani & Gharsama, 2016) menyatakan bahwa DER tidak berpengaruh terhadap *return* saham.

Berdasarkan argumentasi tersebut di atas maka diduga bahwa struktur modal dalam mempengaruhi *return* saham tidak secara langsung, tetapi melalui piutang perusahaan. Berdasar argumentasi di atas dan hasil penelitian terdahulu yang belum konsisten, maka disusun hipotesis penelitian ini:

H₁: Piutang sebagai variabel mediasi dalam struktur modal mempengaruhi *return* saham.

METODA PENELITIAN

Populasi penelitian ini adalah semua perusahaan perbankan yang tercatat di Bursa Efek Indonesia. Metoda pengambilan sampel menggunakan purposive sampling dengayarat:

1. Perusahaan selalu terdaftar di BEI selama tahun 2016 sampai 2020
2. Memiliki data yang diperlukan untuk penelitian secara lengkap

3. Mempublikasikan laporan penelitian di BEI
4. Memiliki tahun tutup buku 31 Desember

Dari metoda sampling yang digunakan maka diperoleh 42 perusahaan menjadi sampel dalam penelitian ini. Data penelitian digunakan data sekunder berupa laporan keuangan perusahaan yang diperoleh dari *Indonesian Capital Market Directory*, Web perusahaan dan *yahoo.finance*. Metode pengumpulan data menggunakan dokumentasi, dengan mencatat data-data yang diperoleh dari sumber data.

Variabel yang diteliti adalah:

1. Piutang, diukur dengan menggunakan perubahan piutang yang dihitung menggunakan rumus:

$$\Delta \text{Piutang} = (\text{Piut}_{ti} - \text{Piut}_{ti-1}) / \text{Piut}_{ti-1}$$

Keterangan:

Piut_{ti-1} = Piutang ke_{t-1} untuk perusahaan i

Piut_{ti} = Piutang ke_t untuk perusahaan i

2. Struktur Modal, diukur menggunakan perubahan Debt Equity Ratio (DER) yang dihitung dengan rumus:

$$\text{DER} = \text{Total Hutang} / \text{Total Ekuitas}$$

$$\Delta \text{DER} = (\text{DER}_{ti-1} - \text{DER}_{ti}) / \text{DER}_{ti-1}$$

Keterangan:

DER_{ti-1} = DER perusahaan i perioda_{t-1}

DER_{ti} = DER perusahaan i perioda_t

ΔDER = Perubahan DER

3. Return saham, dihitung dengan rumus: $\text{Return} = (\text{P}_{ti} - \text{P}_{ti-1}) / \text{P}_{ti-1}$

Keterangan:

P_{ti-1} = Harga penutupan saham i pada perioda ke_{t-1}

P_{ti} = Harga penutupan saham i pada perioda ke_t

Uji hipotesis digunakan regresi dengan variabel mediasi dengan persamaan:

$$\text{Return}_{ti} = \alpha_{ti} + \beta_1 \Delta \text{DER}_{ti} + \varepsilon_{ti} \dots\dots\dots(1)$$

$$\Delta \text{Piutang}_{ti} = \alpha_{ti} + \beta_1 \Delta \text{DER}_{ti} + \varepsilon_{ti} \dots\dots\dots(2)$$

$$\text{Return}_{ti} = \alpha_{ti} + \beta_1 \Delta \text{Piutang}_{ti} + \varepsilon_{ti} \dots\dots\dots(3)$$

Variabel piutang dikatakan menjadi variable mediasi bila β_1 dan β_2 semua signifikan, serta β_3 signifikan dengan mengontrol β_4 (signifikan). Pengujian piutang sebagai variable mediasi dengan mengalikan

nilai β_2 (a) dengan β_3 (b) atau menjadi ab. Koefisien ab = $\beta_1 - \beta_3$. Standart error koefesieen a dan b ditulis s_a dan s_b dan besarnya standar error tidak langsung (*indirect effect*) adalah s_{ab} dihitung dengan rumus:

$$s_{ab} = \sqrt{b^2 s_a^2 + a^2 s_b^2 + s_a^2 s_b^2}$$

Nilai t untuk menguji signifikansi dihitung dengan rumus:

$$t = ab/s_{ab}$$

Nilai t hitung ini dibandingkan dengan nilai t table, bila nilai t hitung lebih besar dari nilai t table maka dapat disimpulkan terjadi

pengaruh mediasi.

HASIL DAN PEMBAHASAN

4.1 Hasil

Penelitian menggunakan data sekunder yang berasal dari laporan keuangan perusahaan yang didapatkan dari idx.co.id dan Indonesia Capital Market Directory (ICMD). Objek penelitian perusahaan perbankan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2016 – 2020 dan memiliki semua data yang diperlukan dalam penelitian. Gambaran data yang kami olah dapat dilihat dalam Tabel 1 di bawah ini:

Tabel 1. Gambaran Data Penelitian

Variabel	Maksimum	Minimum	Rata-Rata
Δ DER	23,9257	0,4718	7,9721
Δ Piutang	15,6285	-2,5399	10,6520
Return Saham	27,2591	-12,8521	6,4196

Sumber: Data primer diolah

Dari tabel 1 di atas terlihat bahwa dari 42 perusahaan perbankan yang memiliki kriteria untuk sampel penelitian, memiliki rata-rata perubahan DER positif, artinya rata-rata perusahaan selama tahun penelitian meningkatkan proporsi hutang dalam struktur modalnya. Peningkatan proporsi hutang ini juga dibarengi dengan peningkatan piutang. Hal ini menunjukkan secara tidak langsung bahwa peningkatan hutang digunakan untuk meningkatkan penjualan. Karena ini perusahaan perbankan maka penjualan kredit perbankan meningkat. Bank meningkatkan kredit yang diberikan kepada nasabah. Peningkatan kredit ini diharapkan meningkatkan keuntungan perusahaan.

Peningkatan kredit yang diberikan perusahaan kepada masyarakat direspon baik oleh investor, terlihat dengan rata-rata *return* yang diperoleh investor meningkat. Walaupun bila dilihat dari nilai minimum *return* yang menunjukkan angka negatif berarti bahwa ada perusahaan perbankan yang memberikan *return*

negatif selama satu tahun. Secara keseluruhan *return* perbankan positif, hal ini menunjukkan harga saham rata-rata meningkat dari perioda sebelumnya.

Nilai minimum dari perubahan DER menunjukkan angka positif. Hal ini menunjukkan semua perusahaan perbankan yang menjadi obek penelitian meningkatkan struktur modal dengan memperbesar hutang atau dengan mengurangi ekuitas, yang menyebabkan proporsi struktur modal dari hutang meningkat.

Nilai minimum perubahan piutang negatif. Hal ini menunjukkan bahwa ada perusahaan perbankan yang penjualan kreditnya menurun atau kemungkinan sebagian besar kredit yang diberikan jatuh tempo dan telah terlunasi oleh nasabah sehingga nilai piutang menurun.

Pengujian hipotesis dengan menggunakan regresi variabel mediasi, digunakan SPSS versi 25, diperoleh hasil seperti tabel 2 di bawah ini:

Tabel 2. Hasil Regresi Linier

Variabel Dependen	Variabel	Koefisien	t-hitung	Sig
-------------------	----------	-----------	----------	-----

Independen				
ΔDER	Return	-1.7689	-1.9231	.1601
ΔDER	ΔPiutang	4.2649	6.2349	.0000***)
Δ Piutang	Return	-2.9258	-2.7825	.0343 **)

Keterangan: **) signifikan pada alfa 5%

***) signifikan pada alfa 1%

Hasil regresi di atas terlihat bahwa perubahan DER tidak berpengaruh terhadap *return* saham dan perubahan DER berpengaruh positif terhadap perubahan piutang. Perubahan piutang berpengaruh negatif terhadap *return*.

Hasil perhitungan menggunakan *sobel test* diperoleh nilai t hitung 7.9071. Nilai t tabel dengan alfa 5%, sebesar 1,96. Hal ini menunjukkan bahwa nilai t *sobel test* lebih besar dibandingkan nilai t tabel, maka disimpulkan bahwa perubahan piutang terbukti sebagai mediasi dalam perubahan DER mempengaruhi *return*.

4.2 Pembahasan

Perubahan DER tidak berpengaruh terhadap *return*, hal ini menunjukkan bila hutang perusahaan bertambah maupun menurun tidak direspon oleh investor. Investor dalam bertransaksi saham tidak mempertimbangkan peningkatan ataupun penurunan hutang. Perubahan komposisi hutang dalam struktur modal tidak menjadi pertimbangan bagi investor dalam bertransaksi saham. Diduga investor berpendapat apabila peningkatan hutang digunakan untuk pembiayaan perusahaan yang ditunjukkan dengan peningkatan penjualan, maka tidak akan menjadi masalah bagi investor (khususnya ini di perusahaan perbankan). Karena peningkatan hutang disertai dengan peningkatan penjualan diharapkan (dengan efisiensi biaya relatif tetap atau bahkan menurun karena skala ekonomis yang semakin besar) akan meningkatkan keuntungan perusahaan juga. Peningkatan hutang bagi perusahaan perbankan menunjukkan keberhasilan perusahaan dalam menghimpun dana dari masyarakat dalam bentuk tabungan dan deposito. Peningkatan penjualan menunjukkan keberhasilan perusahaan perbankan dalam menyalurkan dana pada masyarakat. Sehingga peningkatan hutang yang dibarengi dengan peningkatan penjualan merupakan peningkatan kinerja bank atau peningkatan keberhasilan perusahaan perbankan dalam menjalankan usahanya. Hasil

penelitian ini mendukung penelitian Oroh, Rate & Kojo (2019); Supriantikasari & Utami (2019); Havinah & Wijaya (2018); serta Kurniawan, Yuliani & Gharsama (2016) menyatakan bahwa DER tidak berpengaruh terhadap *return* saham. Perubahan DER tidak berpengaruh terhadap *return* saham, dimungkinkan bahwa investor di Indonesia diduga lebih banyak investor jangka pendek. Karena investor jangka pendek, maka investor tidak begitu mempertimbangkan struktur modal perusahaan. Berapapun perubahan DER, berapapun hutang perusahaan tidak akan merubah *return* karena investor jangka pendek. Investor jangka pendek beranggapan bahwa perusahaan akan bangkrut memerlukan proses yang Panjang. Perusahaan bangkrut tidak serta merta dalam waktu dekat langsung bangkrut, maka investor jangka pendek yang sering disebut dengan trader tidak perlu mempertimbangkan besarnya hutang perusahaan.

Peningkatan DER berpengaruh positif terhadap peningkatan piutang. Hal ini menunjukkan apabila proporsi hutang meningkat dalam pembiayaan perusahaan akan menyebabkan piutang juga meningkat. Peningkatan hutang digunakan untuk peningkatan penjualan, dengan dinyatakan dalam peningkatan piutang (penjualan kredit). Peningkatan hutang digunakan untuk pendanaan modal kerja, yang antara lain berupa piutang. Apabila perusahaan menggunakan metode pendanaan moderat dalam pendanaan perusahaan maka sebagian kebutuhan modal kerja dibiayai menggunakan hutang (Brigham & Houston, 2020). Kebutuhan modal kerja permanen akan didanai menggunakan hutang dan kebutuhan pendanaan jangka pendek dibiayai dengan hutang jangka pendek. Dengan demikian penggunaan sumber dana dari hutang bisa efektif dan tidak terjadi kekurangan dana maupun kelebihan dana yang menganggur. Manajemen tetap berusaha mencukupi kebutuhan dana tetapi tidak serta merta dengan ekuitas maupun hutang jangka panjang seluruhnya. Pendanaan dengan model moderat

ini akan semakin menantang manajemen untuk berkinerja secara optimal dengan meminimalkan biaya modal.

Piutang berpengaruh negatif terhadap *return*. Peningkatan piutang direspon negatif oleh investor dengan menjual saham yang dimilikinya, sehingga harga saham turun. Peningkatan piutang diperkirakan juga akan meningkatkan piutang tak tertagih yang nantinya akan meningkatkan kerugian (mengurangi potensi peningkatan keuntungan). Investor lebih menginginkan peningkatan penjualan, tetapi piutang tidak meningkat. Hal ini mengindikasikan bahwa investor lebih menyukai perusahaan perbankan menjual kreditnya untuk jangka pendek. Pemberian kredit jangka pendek akan memperkecil risiko dibandingkan kredit jangka Panjang.

Nilai *t* hitung untuk *sobel test* lebih besar dibanding nilai *t* tabel nya hal ini menunjukkan bahwa hipotesis yang menyatakan bahwa perubahan piutang sebagai variabel mediasi dalam perubahan struktur modal mempengaruhi *return* saham, terdukung. Perubahan struktur modal akan mempengaruhi *return* melalui perubahan piutang. Perubahan struktur modal tidak berpengaruh terhadap *return* saham. Proporsi hutang yang meningkat dalam struktur modal akan menyebabkan *return* saham menurun, tetapi ini akan terjadi bila ada perubahan piutang yang meningkat. Apabila ada penurunan proporsi hutang dalam struktur modal akan menyebabkan penurunan piutang, maka akan ditanggapi positif oleh investor. Tanggapan positif ini akan nampak dalam peningkatan harga saham. Hal ini menunjukkan bahwa investor akan menyukai perusahaan yang memiliki proporsi hutang lebih sedikit karena risiko perusahaan akan menurun. Selain risiko hutang menurun, penurunan proporsi hutang juga akan menyebabkan penurunan piutang. Hal ini semakin disukai oleh investor karena risiko hutang tidak tertagih juga menurun.

5.1 Kesimpulan

Dari hasil pengujian dan analisis di atas maka dapat disimpulkan bahwa hipotesis penelitian yang menyatakan bahwa perubahan piutang sebagai variabel mediasi dalam struktur modal mempengaruhi *return* saham terdukung. Peningkatan proporsi hutang akan meningkatkan piutang menyebabkan *return* saham menurun. Begitu juga sebaliknya, bila komposisi hutang menurun akan menyebabkan perubahan piutang menurun dan akan meningkatkan *return* saham.

5.2 Keterbatasan

Penelitian ini meneliti perusahaan perbankan, sehingga kesimpulan dapat digunakan untuk menggeneralisasi perusahaan perbankan saja, tidak bisa digunakan untuk menggeneralisasi perusahaan manufaktur maupun industri lainnya. Peneliti tidak memasukkan industri yang tercatat di Bursa Efek Indonesia selain industri perbankan. Hal ini menyebabkan hasil penelitian ini belum dapat digunakan untuk menggeneralisasi semua perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.

5.3 Saran

Dengan mempertimbangkan keterbatasan penelitian yang ada, maka disarankan untuk penelitian berikutnya meneliti dengan topik yang sama tetapi untuk industri lainnya, sehingga dapat sebagai pembanding ataupun menguji apakah dengan industri yang berbeda akan memberi kesimpulan yang berbeda juga. Penelitian lanjutan ini akan dilengkapi penelitian ini dan memberikan masukan bagi investor. Ketika akan melakukan transaksi saham dengan memperhatikan perubahan proporsi hutang dan perubahan piutang serta arah pengaruh dari setiap perubahan tersebut.

**SIMPULAN, KETERBATASAN,
SARAN**

DAFTAR REFERENSI

- Artini, N. N. 2019. “Pengaruh ROE, DER, PER, dan Nilai Tukar Terhadap Return Saham”. *E-Jurnal Manajemen*. 87 (41): 83-4212.
- Astuti, S. A. 2019. “Pengaruh Earning Per Share (EPS), Leverage, Ukuran Perusahaan, dan Tax Planning terhadap Return saham perusahaan (Studi kasus pada perusahaan sub sektor Perbankan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode waktu 2013 -2017)”. *Akuntansi Dewantara*. 3 (2): 89-105.
- Darmayanti, J. B. 2016. “Pengaruh Faktor-faktor Fundamental Terhadap Return Saham Indeks Kompas 100”. *E-Jurnal Manajemen Unud*. 5 (4): 2544-2572.
- Dewi, N. W. 2016. “Dampak Struktur Modal dan Inflasi Terhadap Profitabilitas dan Return Saham Perusahaan Keuangan Sektor Perbankan”. *E-Jurnal Manajemen Unud*. 5274-5303.
- Hameed Rehman, D. N. 2020. “ Impact Of Leverage On Stock Return”. *International Journal of Business and Management Sciences*. 1-6.
- Brigham dan Houston. 2020. *Dasar-Dasar Manajemen Keuangan*. Jakarta: Erlangga
- Milka M. Oroh, P. V. 2019. “Pengaruh Profitabilitas Dan Leverage Terhadap Return Saham Pada Sektor Pertanian Di BEI Periode 2013-2017”. *Jurnal EMBA: Jurnal Riset Ekonomi, Manajemen Bisnis Dan Akuntansi*. 7 (1): 661 – 670.
- Mustanda, K. W. 2018. “Pengaruh Variabel Mikro Dan Makro Ekonomi Terhadap Return Saham”. *E-Jurnal Manajemen Unud*. 7 (4): 2073- 2105.
- Murtini, Umi dan Rante. 2015. “Pengaruh Leverage dan Likuiditas Terhadap Kebijakan Dividen Dengan Profitabilitas Sebagai Variabel Kontrol”. *Jurnal Riset Manajemen dan Bisnis*: 43-56.
- Sudiarta, R. A. 2016. “Pengaruh Profitabilitas, Leverage, Likuiditas Dan Penilaian Pasar Terhadap Return Saham Pada Perusahaan Manufaktur”. *E- Jurnal Manajemen Unud*. 5 (1): 385 - 413.
- Sundari, M. R. 2021. “Pengaruh Debt to Equity Ratio (DER) terhadap Return On Equity (ROE) pada sektor perbankan yang terdaftar di BEI (periode 2016-2019)”. *Jurnal Ekonomi & Manajemen* 18 (1): 148-154.
- Teddy Kurniawan, Y. D. 2016. “Pengaruh Likuiditas, Financial Leverage, Aktivitas Terhadap Return Saham Dengan Profitabilitas Sebagai Variabel Mediasi”. *Jurnal Manajemen dan Bisnis Sriwijaya*. 14 (1): 121-132.
- Utami, N. S. 2019. “Pengaruh Return On Assets, Debt to Equity Ratio, Current Ratio, Earning Per Share dan Nilai Tukar Terhadap Return Saham (Studi Kasus Pada Perusahaan Go Public Sektor Barang Konsumsi Yang Listing Di Bursa Efek Indonesia Periode 2015-2017)”. *Jurnal Riset Akuntansi Mercu Buana*. 5 (1): 49-66.
- Wijaya, V. H. 2018. “Pengaruh Debt to Equity Ratio, Total Asset Turnover, Inflasi dan BI Rate terhadap Return Saham”. *Jurnal Profita*. 11 (1): 106-119.
- Zulyanti, R. H. 2018. “Pengaruh Earning Per Share (EPS), Debt to Equity Ratio, (DER), Dan Return On Assets (ROA) Terhadap Return Saham Pada Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar Di BEI”. *Jurnal Penelitian Ilmu Manajemen*. 3 (1): 615-620.

Copyrights

Copyright for this article is retained by the author(s), with first publication rights granted to the journal.

This is an open-access article distributed under the terms and conditions of the Creative Commons Attribution license (<http://creativecommons.org/licenses/by/4.0/>).