

REPUTASI PENGELUARAN MODAL DAN ANALISIS FUNDAMENTAL

Perspektif Investor

Dummy

Dummy

REPUTASI PENGELUARAN MODAL DAN ANALISIS FUNDAMENTAL

Perspektif Investor

**Dr. Juniarti, M.Si., Ak., CA., CMA.
Agus Arianto Toly, S.E., MSA., Ak.**



RAJAWALI PERS

Divisi Buku Perguruan Tinggi

PT RajaGrafindo Persada

DEPOK

Perpustakaan Nasional: Katalog dalam terbitan (KDT)

Juniarti dan Agus Arianto Toly

Reputasi Pengeluaran Modal dan Analisis Fundamental:

Perspektif Investor/Juniarti dan Agus Arianto Toly

—Ed. 1, Cet. 1.—Depok: Rajawali Pers, 2022.

x, 106 hlm., 23 cm.

Bibliografi: hlm. 101

ISBN 978-623-372-183-7

Hak cipta 2022, pada penulis

Dilarang mengutip sebagian atau seluruh isi buku ini dengan cara apa pun, termasuk dengan cara penggunaan mesin fotokopi, tanpa izin sah dari penerbit

2022.3518 RAJ

Dr. Juniarti, M.Si., Ak., CA., CMA.

Agus Arianto Toly, S.E., MSA., Ak.

**REPUTASI PENGELUARAN MODAL DAN ANALISIS FUNDAMENTAL:
Perspektif Investor**

Cetakan ke-1, Juni 2022

Hak penerbitan pada PT RajaGrafindo Persada, Depok

Editor : Nuraini

Setter : Khoirul Umam

Desain cover : Tim Kreatif RGP

Dicetak di Rajawali Printing

PT RAJAGRAFINDO PERSADA

Anggota IKAPI

Kantor Pusat:

Jl. Raya Leuwilinggung, No.112, Kel. Leuwilinggung, Kec. Tapos, Kota Depok 16456

Telepon : (021) 84311162

E-mail : rajapers@rajagrafindo.co.id <http://www.rajagrafindo.co.id>

Perwakilan:

Jakarta-16456 Jl. Raya Leuwilinggung No. 112, Kel. Leuwilinggung, Kec. Tapos, Depok, Telp. (021) 84311162. **Bandung**-40243, Jl. H. Kurdi Timur No. 8 Komplek Kurdi, Telp. 022-5206202. **Yogyakarta**-Perum. Pondok Soragan Indah Blok A1, Jl. Soragan, Ngestiharjo, Kasihan, Bantul, Telp. 0274-625093. **Surabaya**-60118, Jl. Rungkut Harapan Blok A No. 09, Telp. 031-8700819. **Palembang**-30137, Jl. Macan Kumbang III No. 10/4459 RT 78 Kel. Demang Lebar Daun, Telp. 0711-445062. **Pekanbaru**-28294, Perum De' Diandra Land Blok C 1 No. 1, Jl. Kartama Marpoyan Damai, Telp. 0761-65807. **Medan**-20144, Jl. Eka Rasmi Gg. Eka Rossa No. 3A Blok A Komplek Johor Residence Kec. Medan Johor, Telp. 061-7871546. **Makassar**-90221, Jl. Sultan Alauddin Komp. Bumi Permata Hijau Bumi 14 Blok A14 No. 3, Telp. 0411-861618. **Banjarmasin**-70114, Jl. Bali No. 31 Rt 05, Telp. 0511-3352060. **Bali**, Jl. Imam Bonjol Gg 100/V No. 2, Denpasar Telp. (0361) 8607995. **Bandar Lampung**-35115, Perum. Bilabong Jaya Block B8 No. 3 Susunan Baru, Langkapura, Hp. 081299047094.



PRAKATA

Investor merupakan mitra utama perusahaan dalam memenuhi kebutuhan pendanaan perusahaan. Tentu sebagai penyedia dana, investor akan menargetkan kembalian tertentu atas investasi yang dilakukan. Untuk itu investor perlu melakukan analisis tentang kondisi perusahaan ke depan, seberapa besar probabilitas kembalian yang bisa disediakan perusahaan kepada investor. Selalu ada risiko bahwa ekspektasi kembalian yang diharapkan tidak tercapai. Untuk melakukan penilaian yang valid sehingga investor dapat melakukan prediksi yang lebih valid maka investor membutuhkan informasi yang relevan dan dapat diandalkan.

Analisis kinerja fundamental perusahaan merupakan salah satu pendekatan yang kokoh yang bisa dipakai oleh investor untuk mengambil keputusan. Meskipun ada sebagian yang tidak menggunakan analisis fundamental dalam pengambilan keputusan, namun sejumlah kajian empiris dan fenomena pasar menunjukkan bahwa analisis fundamental diperlukan untuk menilai dan memprediksi kinerja perusahaan di masa yang akan datang. Sentimen pasar baik positif atau negatif karena isu-isu tertentu di pasar modal, tidak akan bertahan lama, pada situasi normal, investor akan kembali melihat bagaimana kinerja fundamental perusahaan.

Di sisi lain, karena tujuan investor berinvestasi adalah untuk mendapatkan hasil investasi, maka sinyal-sinyal positif yang dilakukan oleh manajemen melalui aksi korporasi menjadi bacaan analisis yang kuat bagi investor. Perusahaan yang melakukan pengeluaran modal mengindikasikan bahwa perusahaan sedang dan terus bertumbuh, pertumbuhan aset yang positif memberikan sinyal pertumbuhan kinerja perusahaan atau setidaknya-tidaknya kemampuan perusahaan untuk mempertahankan kinerjanya saat ini. Pengeluaran modal yang tampak dari pertumbuhan aset pada periode tertentu merupakan sebuah reputasi tersendiri. Fenomena di pasar modal sangat kuat menunjukkan bukti bahwa perusahaan yang memiliki reputasi pengeluaran modal merespons positif oleh investor, bahkan ketika kinerja keuangan tahun berjalan kurang bagus atau negatif. Ekspektasi bahwa perusahaan mampu menyediakan kembalian yang berkelanjutan menyebabkan harga saham perusahaan ikut bergerak naik.

Berbasis penelitian yang telah dilakukan penulis, maka buku ini disusun untuk memberikan bukti-bukti bahwa analisis fundamental yang terkait dengan kinerja keuangan perusahaan dapat menjelaskan perubahan harga saham. Reputasi pengeluaran modal memberikan harapan pertumbuhan yang nyata bagi investor, oleh karena itu dalam situasi tertentu reputasi pengeluaran modal penting menjelaskan perubahan harga saham. Analisis fundamental akan mengonfirmasi harapan dari investor tersebut pada periode berikutnya, apakah sentimen positif atas pengeluaran modal pada akhirnya akan terealisasi melalui capaian-capaian kinerja keuangan di masa mendatang.



DAFTAR ISI

PRAKATA	v
DAFTAR ISI	vii
BAB 1 HIPOTESIS PASAR SEKURITAS EFISIEN	1
1.1 Pengertian Pasar Sekuritas Efisien	1
1.2 Faktor-faktor yang Mengganggu Pasar Sekuritas Efisien	2
1.3 Informasi Asimetri dan Hipotesis Pasar Sekuritas Efisien	3
1.4 Kritik Terhadap Pasar Modal yang Efisien	6
BAB 2 ANALISIS KINERJA FUNDAMENTAL DAN HARGA SAHAM	9
2.1 Pengantar	9
2.2 Faktor Dominan yang Menyebabkan Pergerakan Saham	10
2.3 Analisis Per Sektor	12
2.4 Analisis Fundamental	14
2.5 Penutup	35

BAB 3	REPUTASI PENGELUARAN MODAL	37
BAB 4	STUDI KASUS 1: ANALISIS PENGARUH BELANJA MODAL BANK JAGO SEJAK KONDISI SEBELUM AKUISISI SAMPAI DUA KALI <i>RIGHT ISSUES</i>	43
4.1	Analisis Harga Saham dan Kejadian-kejadian Penting	51
4.2	Kesimpulan	56
BAB 5	STUDI KASUS 2: ANALISIS BELANJA MODAL DARI PERSPEKTIF HARGA SAHAM PADA EMPAT SAHAM DENGAN KENAIKAN TERTINGGI SELAMA 6 BULAN SAMPAI 11 MARET 2022	57
5.1	Kasus A. PT Pratama Abadi Nusa Industri Tbk (IDX: PANI)	58
5.2	Kasus B. PT MNC Studios International (MSIN)	61
5.3	Kasus C. TMAS	65
5.4	Kasus D. Sumber Global Energi (SGER)	69
BAB 6	STUDI PENGARUH REPUTASI PENGELUARAN MODAL DAN RESPONS INVESTOR	75
6.1	Pengantar	75
6.2	Studi 1: Investor Reaction-Based	79
6.3	Studi 2: Capital Expenditure Reputation-Based	87
6.4	Kesimpulan	95



BAB 7 IMPLIKASI KAJIAN EMPIRIS PENGELUARAN MODAL DAN RESPONS INVESTOR DALAM KONTEKS PASAR SEKURITAS YANG EFISIEN	97
7.1 Perilaku Investasi	97
7.2 Perilaku Investasi, Spending, dan Penyajiannya	99
7.3 Tata Kelola Investasi dan Penyajiannya	100
DAFTAR PUSTAKA	101
BIODATA PENULIS	105

Dummy



HIPOTESIS PASAR SEKURITAS EFISIEN

1.1 Pengertian Pasar Sekuritas Efisien

Pasar modal efisien memiliki tiga bentuk, yang pertama bentuk lemah (*weak-form*), bentuk setengah kuat (*semi-strong form*) dan bentuk kuat (*strong-form*). Pasar modal efisien bentuk lemah dan bentuk kuat merupakan kondisi ekstrem yang dalam kenyataannya tidak terjadi, sehingga pengertian pasar modal yang efisien mengambil bentuk *semi-strong form*. Dalam konteks pasar *semi-strong form*, maka pasar sekuritas disebut efisien, ketika harga sekuritas setiap saat telah mencerminkan semua informasi yang dipublikasikan. Informasi menjadi komoditas penting dalam konteks pasar sekuritas yang efisien. Setiap saat ada informasi yang dipublikasikan maka secara cepat, informasi baru tersebut akan pindah ke harga sekuritas.

Siapa yang telah membawa harga menjadi efisien? Tentu ada mekanisme yang membawa harga tersebut ke dalam harga sekuritas. Ketika ada informasi baru masuk ke pasar sekuritas, maka informasi tersebut akan dicerna dan dianalisis oleh investor dan investor akan melakukan tindakan apakah membeli, menjual atau mempertahankan sekuritas yang dimiliki. Jika banyak investor yang berperilaku demikian, maka harga sekuritas akan mencerminkan informasi yang telah dipublikasikan.

Investor di pasar sekuritas memiliki berbagai karakteristik yang berbeda-beda, ada yang memiliki kecanggihan analisis, ada yang biasa-biasa, ada juga yang kurang canggih, ada yang *risk averse* ada juga yang *risk-taker*. Memang tidak ada yang menjamin bahwa analisis satu investor sama dengan investor lain, namun demikian jika ada sejumlah investor melakukan analisis maka pasti akan membentuk kesepakatan agregat, dan harga sekuritas akan menyesuaikan dengan informasi yang dipublikasikan.

Pasar sekuritas yang efisien dalam paradigma *semi strong-form* adalah konsep yang relatif. Harga sekuritas hanya efisien terhadap informasi yang dipublikasikan, dengan kata lain, harga sekuritas tidak efisien dalam konteks adanya informasi yang tidak dipublikasikan (*hidden information*). Dalam praktik, informasi yang tidak diketahui oleh publik selalu ada, jadi akan selalu ada yang disebut sebagai *hidden information*. Pihak-pihak yang memiliki *hidden information* akan dapat mendapatkan *return* di atas normal (*abnormal return*) dalam pasar sekuritas yang efisien bentuk *semi-strong*. Tentu saja kalau jumlah informasi yang tidak dipublikasikan semakin besar, maka pasar menjadi tidak efisien sepenuhnya (*partially efficient*).

Pasar sekuritas yang efisien mengasumsikan adalah investor rasional. Investor akan merespons informasi secara proporsional dengan mempertimbangkan *risk* dan *return* yang dapat diperoleh.

1.2 Faktor-faktor yang Mengganggu Pasar Sekuritas Efisien

Realitanya tidak semua pergerakan harga saham berbasis informasi yang dipublikasikan, sehingga perubahan harga saham tidak merepresentasikan informasi. Sementara itu, pasar sekuritas yang efisien menghendaki informasi seluas-luasnya mengenai berbagai aspek yang akan memengaruhi harga sekuritas. Mekanisme pasar sekuritas yang efisien mengindikasikan bahwa semua informasi yang berhubungan dengan harga sekuritas telah tercermin sepenuhnya dalam harga sekuritas. Tidak salah jika investor dalam pasar sekuritas yang efisien mempersepsikan bahwa semua informasi yang tersedia secara publik telah direpresentasikan ke dalam harga sekuritas. Persepsi bahwa harga sekuritas telah mencerminkan seluruh informasi yang dipublikasikan

akan menyebabkan investor tidak tergerak untuk mengakuisisi informasi baru, karena tidak ada gunanya sebab harga sekuritas telah mencerminkan seluruh informasi yang dipublikasikan. Ketika semua investor berkeyakinan demikian, maka harga menjadi tidak efisien. Ketika harga tidak efisien, maka hal ini kemudian akan mendorong investor untuk mengakuisisi informasi baru. Tindakan investor akan menyebabkan harga menjadi efisien kembali. Namun siklus ini akan berulang, inilah yang dikenal dengan *logical inconsistency* (Scott, 2015). Ada masa di mana harga-harga menjadi tidak efisien ketika semua pihak mempersepsikan bahwa harga sekuritas telah mencerminkan seluruh informasi yang tersedia dan persepsi bahwa harga telah mencerminkan seluruh informasi yang tersedia menyebabkan investor tidak tergerak mengakuisisi informasi.

Selain hal di atas, pergerakan harga saham terjadi karena adanya *noise trading*. Meskipun harga berubah naik atau turun, tetapi perubahan harga tersebut tidak disebabkan oleh mengalirnya informasi, tetapi lebih karena '*gambling*'. Jadi investor jangka pendek mencoba peruntungannya dengan melakukan aksi jual atau beli sekadar *gambling* saja. *Noise trading* ini jelas merusak pasar sekuritas yang efisien, karena perubahan harga tidak berbasis informasi, hal ini menyebabkan harga menjadi tidak efisien, karena tidak mengandung informasi yang dipublikasikan.

Faktor lain yang dapat mengganggu pasar sekuritas efisien adalah adanya informasi asimetri. Memang tidak mungkin kondisi informasi akan simetri antara dua pihak, selalu akan ada informasi tertentu yang akan diketahui oleh pihak tertentu. Namun, jika sangat berbeda jumlah informasi yang dimiliki oleh pihak-pihak yang saling bertransaksi, maka akan sulit untuk mencapai *fair game*. Harga sekuritas akan menjadi *over-valued* atau *under-valued*, kedua kondisi ini tidak baik, karena salah satu pihak akan menanggung *cost* yang besar atas manfaat yang diperoleh oleh pihak lain. Kondisi informasi asimetri dan dampaknya terhadap pasar sekuritas yang efisien, dibahas dalam subbab berikutnya.

1.3 Informasi Asimetri dan Hipotesis Pasar Sekuritas Efisien

Kondisi di mana jumlah informasi yang dimiliki oleh satu pihak tidak sama dengan informasi yang dimiliki pihak lain dinamakan asimetri

informasi. Dalam dunia nyata, kondisi ini akan selalu ada. Hal ini bisa dipahami karena dalam pasar sekuritas informasi merupakan komoditas. Pihak-pihak yang mendapatkan informasi lebih banyak akan memiliki kesempatan untuk memanfaatkan informasi tersebut untuk memaksimalkan kepentingannya atas biaya pihak lain, yaitu pihak yang kurang terinformasi.

Kondisi pasar sekuritas yang efisien akan mengganggu keberadaan dari pasar sekuritas yang efisien. Semakin banyak informasi yang tidak dipublikasi menyebabkan harga menjadi tidak efisien, karena harga sekuritas hanya mencerminkan sebagian kecil informasi yang ada. Hal ini tentu saja akan merusak pasar sekuritas yang efisien.

Ilustrasi *lemon and good car* yang dituliskan oleh Akerlof (1970) menjelaskan dampak informasi asimetri di pasar mobil bekas. Pada kondisi informasi asimetri, maka informasi yang dimiliki oleh penjual akan kondisi mobil bekas berbeda dengan apa yang diketahui oleh pembeli. Penjual memiliki pengetahuan yang lebih lengkap mengenai kondisi mobil bekas yang dijual, sedangkan pembeli tidak memiliki informasi sebanyak yang dimiliki oleh penjual. Kondisi informasi asimetri ini menyebabkan risiko pembeli meningkat, karena pembeli tidak tahu mana mobil bekas yang baik (*good car*) mana yang buruk (*lemon*), maka untuk melindungi dari risiko pembeli menganggap semua mobil bekas adalah lemon. Pembeli hanya bersedia membayar harga mobil bekas seharga lemon. Apa yang terjadi kemudian, penjual mobil bekas yang menjual *good car* akan keluar dari pasar mobil bekas karena harga mobil bekas menjadi *undervalue*. Dampak selanjutnya di pasar mobil bekas hanya tersedia lemon dan hal ini akan merusak harga pasar mobil bekas.

Bukti Empiris Pasar Sekuritas Efisien

Ball & Brown (1968) mengawali penelitian tentang pasar modal efisien. Dengan tidak adanya informasi perusahaan, maka harga sekuritas hanya dapat dijelaskan dengan *market-wide information* yang berhubungan dengan seluruh perusahaan. Ball & Brown (1968) menguji kandungan informasi laba dengan *specific return* atau *abnormal return* yang diakibatkan oleh informasi laba, laba dikelompokkan menjadi *bad news* dan *good news*. *Bad news* jika laba aktual lebih rendah dari laba yang diekspektasikan, dan *good news*, jika sebaliknya.

Sampel yang digunakan sebanyak 261 perusahaan yang terdaftar di New York Stock Exchange selama tahun 1957-1965. Untuk pengumuman laba kategori *good news* (1,231 sampel), secara rata-rata abnormal return sangat positif pada tanggal pengumuman dan untuk pengumuman laba *bad news* (1,109 sampel), abnormal return secara rata-rata sangat negatif pada saat pengumuman. Sesuai dengan *Capital theory*, bahwa pasar modal efisien dan tidak bias ketika informasi berguna dalam membentuk *asset prices* dan pasar akan secara cepat menyesuaikan *asset prices* terhadap informasi.

Hasil-hasil pengujian menunjukkan bahwa terdapat asosiasi antara pengumuman laba dan perubahan harga dan volume saham yang diperdagangkan. Dengan menggunakan *wide window*, ditemukan bahwa pasar telah mengantisipasi pengumuman tersebut yang ditunjukkan dengan adanya pergerakan harga dan volume beberapa hari sebelum dan beberapa hari sesudah pengumuman laba. Kenaikan atau penurunan laba sudah diantisipasi 12 bulan sebelum dan 6 bulan sesudah pengumuman laba.

Selanjutnya Beaver (1968) sebenarnya ingin menguji kandungan laba akuntansi pro kontra mengenai *information content* atas informasi akuntansi terus berlangsung. Fakta empiris menunjukkan bahwa *earning* terbukti variabel penjelas terpenting dalam valuasi harga sekuritas. Namun di sisi lain dinyatakan adanya *lack of informational value* atas *earning* karena adanya kesalahan pengukuran dan sumber informasi lain selain *earning*. Beaver (1968) ingin mengetahui apakah investor merespons pengumuman *earning* yang dicerminkan dalam perubahan harga dan volume di sekitar tanggal pengumuman *earning*, kedua mengonfirmasi sebelumnya yang menyatakan bahwa perubahan harga *insensitive* terhadap *earning*.

Data penelitian tahun 1961-1965, dan terdapat 143 sampel yang memenuhi kriteria. Hasil penelitian menunjukkan bahwa kecenderungan perubahan harga pada week 0 lebih besar yaitu 67% lebih tinggi dibanding rata-rata periode non-pelaporan. Sebagaimana yang diharapkan, terjadi perubahan keseimbangan ketika laba diumumkan, hal ini memberi bukti yang konsisten bahwa laba yang dilaporkan memiliki kandungan informasi. Harga dan volume yang berubah secara dramatis membuktikan bahwa investor memperhatikan langsung laba yang dilaporkan.

Bernard & Thomas (1989), meneliti mengenai adanya fenomena *post earnings announcement drift* (PEAD). Kondisi di mana terjadi penundaan respons pasar atas informasi. Ini merupakan hal yang paling merusak keyakinan pasar modal efisien dan sulit untuk menjelaskan mengapa pasar gagal merespons dengan segera informasi laba. Ball and Brown (1968) mencatat bahkan setelah *earning* diumumkan, Cumulative Abnormal Return (CAR) yang diestimasi, masih terus meningkat untuk *good news* dan terus menurun untuk *bad news*. Foster, Olsen dan Shevlin (1984) memperkirakan bahwa lebih dari 60 hari perdagangan berikutnya setelah pengumuman *earning*, *long position stock* dengan laba yang tidak terekspektasi pada *decile* yang paling tinggi dikombinasi dengan *short position* pada *decile* yang terendah menghasilkan *abnormal return* tahunan sebesar 25% sebelum biaya transaksi. Terdapat dua penjelasan terkait keberadaan PEAD, (1) ada penundaan harga merespons informasi baru, (2) Capital Asset Pricing Model (CAPM) yang digunakan untuk menghitung *abnormal return* tidak lengkap dan salah estimasi.

Sampel penelitian 84.792 data laporan triwulan dari NYSE/AMEX periode 1977-1986 dan 15.457 data dari NASDAQ untuk periode 1974-1985. Perusahaan diportofolio berdasarkan *Standardized Unexpected Earning* (SUE), CAR untuk masing-masing portofolio SUE yang terbagi menjadi 10 kelompok *decile*, baik *pre* maupun *post announcement*. Hasil pengujian bahwa terjadi *mis-specification* CAPM ternyata tidak terbukti. Jika beta menjadi ukuran penjelasan *sign* atas terjadinya *drift* seharusnya *sign* tersebut bervariasi tergantung apakah *excess return* pasar positif atau negatif. Pada posisi *good news*, saham memiliki estimasi *abnormal return* positif dalam kondisi *up market*, tetapi estimasi *abnormal return* negatif dalam *down market*, dan hal yang sebaliknya terjadi pada kondisi *bad news*. Bukti-bukti menunjukkan bahwa argumentasi yang dibangun untuk menjelaskan *drift* karena mis-spesifikasi pengukuran *risk*, tidak terbukti. *Drift* lebih konsisten dengan penjelasan '*delayed price responses*'.

1.4 Kritik Terhadap Pasar Modal yang Efisien

Selama pasar saham ada, penilaian kolektif investor terkadang akan bisa mengandung kesalahan. Tidak diragukan lagi, beberapa pelaku pasar terbukti kurang rasional. Akibatnya, penyimpangan harga dan pola yang dapat diprediksi dalam return saham dapat muncul dari waktu ke waktu dan bahkan bertahan untuk waktu yang singkat. Selain itu,

pasar tidak dapat sangat efisien atau tidak akan ada insentif bagi para profesional untuk mengungkap informasi yang begitu cepat tercermin dalam harga pasar. Namun seiring berlalunya waktu dan dengan meningkatnya kecanggihan database dan teknik empiris, kita dapat mendokumentasikan lebih lanjut efisiensi dan pola selanjutnya dalam model pengembalian saham. Diduga bahwa hasil akhirnya tidak akan meninggalkan keyakinan banyak pihak bahwa pasar saham sangat efisien dalam pemanfaatan informasinya. Selain itu, pola atau irasionalitas apa pun dalam penetapan harga saham individu yang telah ditemukan dalam kajian-kajian empiris sebelumnya tidak mungkin bertahan dan tidak akan memberi investor cara untuk mendapatkan *abnormal return*.

Dummy



ANALISIS KINERJA FUNDAMENTAL DAN HARGA SAHAM

2.1 Pengantar

Jumlah investor retail per Juli 2021 mencapai angka 61 juta. Jumlah ini meningkat 99% dibandingkan Juli 2020. Dari sisi usia, pada Juli 2020 persentase investor di bawah usia 30 tahun sebanyak 46%, kemudian di bulan Juli 2021 persentase tersebut naik menjadi 58% (liputan6 dot com, 15 September 2021). Tingginya kenaikan jumlah investor ini tentu kabar baik bagi pasar modal Indonesia. Karena kenaikan jumlah investor tersebut akan berdampak pada naiknya kapitalisasi pasar modal Indonesia. Bagi masyarakat ini sinyal bagus, bahwa masyarakat sudah mulai meleak investasi. Partisipasi masyarakat ini penting tidak saja secara bisnis. Tetapi juga meningkatkan literasi masyarakat atas pasar saham.

Di satu sisi dinamika ini patut disyukuri, tetapi di sisi lain perlu dilakukan langkah-langkah edukasi pasar sehingga investasi di pasar modal tidak bersifat spekulatif. Akan tetapi, pasar modal tumbuh menjadi pasar modal yang efisien. Investor sebagai pemilik modal maupun emiten yang membutuhkan modal perlu bertemu langsung di pasar modal tanpa mediasi pihak lain seperti perbankan maupun lembaga finansial lainnya.

Itulah sebabnya membangun pasar modal yang efisien adalah tugas semua pemangku kepentingan. Sehingga perusahaan bisa mendapatkan dana murah untuk melakukan ekspansi usaha. Dengan dunia usaha yang bertumbuh otomatis roda perekonomian nasional juga akan berputar lebih cepat. Pada gilirannya, hal ini akan menciptakan masyarakat yang lebih sejahtera.

Fundamental saham bukanlah pemicu dominan pergerakan harga saham, tetapi memiliki akurasi yang lebih bagus dalam memprediksi pergerakan harga saham, dibandingkan jika mengabaikannya. Analisis fundamental bukan sekadar mengukur rasio-rasio finansial, tetapi juga mempertimbangkan banyak aspek seperti tren dan isu-isu global, regulasi dan *corporate action*. Namun demikian, semua hal tersebut akan tampak dalam rasio-rasio finansial perusahaan. Sebagai contoh isu pemanasan global dan pajak karbon, apakah akan menghantam industri batubara? Ternyata pragmatisme batubara sebagai sumber energi murah masih menjadi penyebab kinerja perusahaan pertambangan batubara dianggap prospektif.

Sebaliknya, apakah tren digitalisasi dan *internet of things* memengaruhi bisnis teknologi informasi? Tentu saja, karena kalau kita perhatikan saat ini bank-bank kecil yang sebelumnya dianggap tidak prospektif, tiba-tiba berubah menjadi bank-bank yang diminati oleh banyak investor. Bahkan sebelum bank tersebut benar-benar mendapatkan izin sebagai bank digital, harga sahamnya sudah menjulang. Hal ini karena ekspektasi yang besar bahwa suatu saat bank-bank tersebut akan mendapatkan investor strategis yang akan meningkatkan nilai perusahaan di masa depan. Dengan melihat gambaran besar analisis fundamental, maka kita akan lebih mudah untuk melakukan analisis pergerakan harga saham di masa depan dengan dasar yang lebih kuat.

2.2 Faktor Dominan yang Menyebabkan Pergerakan Saham

Setidaknya, terdapat tiga hal yang dominan menggerakkan harga saham yaitu aksi korporasi, tren sektor industri, dan kinerja fundamental perusahaan.



2.2.1 Aksi Korporasi

Aksi korporasi umumnya berupa *right issue*, merger, akuisisi ataupun bergabungnya investor strategis melalui pasar negosiasi. Aksi korporasi dapat dikenali dari kenaikan total aset yang cukup signifikan dibandingkan perusahaan lain pada sektor yang sama, tetapi tidak melakukan aksi korporasi. Dalam sejumlah kasus, sering kali aksi korporasi ini menyebabkan pergerakan saham yang sangat kuat. Bahkan semenjak rumor itu terjadi.

Apa yang terjadi pada Bank Jago (ARTO) merupakan contoh kasus yang menarik. Sejak bergabungnya investor-investor besar seperti Temasek dan Tokopedia/Gojek, maka harga saham Bank Jago melambung. Hal yang sama terjadi pada Bank Syariah Indonesia (BSI) menjelang merger resmi.

Harapan bahwa dengan adanya aksi korporasi yang berhasil maka kinerja perusahaan dan size perusahaan di masa depan akan meningkat menimbulkan kenaikan saham yang besar. Secara teoretis memang benar bahwa dengan bertambahnya modal perusahaan, maka perusahaan memiliki sumber daya yang besar dibandingkan sebelumnya untuk berkembang. Baik secara modal, teknologi maupun jaringan bisnis.

Ketika terjadi aksi korporasi, investor biasanya akan cenderung mengabaikan rasio-rasio keuangan yang ada pada saat itu. Investor lebih terpicu oleh ekspektasi kinerja di masa depan setelah serangkaian investasi terkait aksi korporasi dianggap mencapai titik optimumnya. Pergerakan saham yang disebabkan oleh aksi korporasi ini biasanya juga rentan mengalami koreksi tajam dalam jangka pendek, seiring dinamika kesuksesan aksi korporasinya.

2.2.2 Tren Sektor

Memperhatikan sektor industri sangat penting untuk melihat tren dalam peta yang lebih besar. Tren sektor ini dipengaruhi oleh banyak hal misalkan regulasi pemerintah, tren bisnis global, dan isu-isu lainnya. Sesuai dengan sifatnya, tren biasanya rentan koreksi. Panjang pendeknya tren dipengaruhi oleh dinamika tren sektor tersebut. Sebagai contoh saham perusahaan di subsektor batubara dan subsektor kelapa sawit. Kenaikan harga saham sektor-sektor ini tidak bisa dilepaskan dari krisis energi paska pandemi Covid-19.

Sifat pergerakan saham yang dipicu sentimen per sektor ini umumnya akan terjadi secara bergelombang, dimulai dari saham dengan rasio finansial terbaik kemudian baru diikuti oleh saham-saham dengan kinerja keuangan yang kurang baik. Hal ini dapat dilihat pada saham-saham perkebunan kelapa sawit saat harga CPO dunia naik maupun yang apa terjadi pada saham perusahaan pertambangan batubara. Ketika harga batubara dunia naik sekitar bulan September sampai Oktober 2021 maka harga saham batubara juga ikut naik.

Dalam hal ini kenaikan harga saham di sektor-sektor tersebut dipicu oleh kejadian yang riil sedang terjadi, yaitu tren industri yang memang sedang naik. Berbeda dengan kenaikan yang disebabkan oleh aksi korporasi yang biasanya bersifat individual.

2.2.3 Kinerja Fundamental

Fundamental keuangan sangat penting menjadi pertimbangan investor. Pada kondisi sektor sedang naik daun, maka harga saham yang lebih dulu naik adalah saham perusahaan-perusahaan yang memiliki rasio keuangan yang bagus, diikuti oleh perusahaan yang rasio keuangannya cukup dan seterusnya sampai perusahaan yang memiliki rasio kurang bagus. Fundamental finansial juga akan dipertimbangkan ketika rumor atau sentimen positif tidak terbukti. Pada kondisi ini, maka investor akan kembali memperhatikan fundamental keuangan perusahaan.

Pergerakan saham karena faktor fundamental, biasanya terjadi setelah fase pergerakan saham secara aksi korporasi. Setelah perusahaan tersebut menaikkan total aset akan terlihat apakah penambahan total aset berhasil menaikkan kinerja finansial perusahaan.

2.3 Analisis Per Sektor

Memilih saham, pada dasarnya adalah membandingkan saham pada sektor yang sama, atau dalam lini bisnis yang sama. Sangat sulit dan tidak setara ketika perbandingan dilakukan lintas sektor, karena karakteristik masing-masing sektor berbeda-beda. Kesejajaran dalam melakukan perbandingan kinerja fundamental sangat penting diperhatikan, untuk mendapatkan hasil analisis yang objektif.

Kinerja operasional perusahaan tidak saja dipengaruhi oleh kemampuan manajemen secara internal, tetapi juga dipengaruhi oleh

kondisi eksternal. Dampak kondisi eksternal ini akan berbeda-beda antarsektor. Pandemi Covid-19 yang sedang dihadapi sejak awal tahun 2020 sampai 2021 sekarang merupakan aspek eksternal signifikan bagi hampir semua sektor, namun demikian dampaknya tentu akan berbeda-beda untuk setiap sektor. Ketika kondisi mulai membaik menjelang akhir tahun 2021 ini, bersamaan itu pula kondisi ekonomi mulai pulih dan diikuti dengan menggeliatnya kembali dunia usaha. Kebutuhan energi dunia tiba-tiba melonjak karena aktivitas bisnis yang sebelumnya mati suri mulai bergerak. Tren ini menimbulkan dinamika yang besar dan keuntungan bagi sebagian pihak, tetapi masalah bagi pihak atau sektor lain. Menjunjungnya harga batubara menyebabkan biaya energi meningkat dan hal ini akan berdampak besar pada rantai pasokan global. Bahwa ada kenaikan permintaan energi itu memang nyata. Kenaikan harga energi naik itu sudah sebuah fakta dan jelas kenaikan harga secara langsung memicu kenaikan *net income* perusahaan.

Sektor keuangan yang merupakan sektor terbesar di Bursa Efek Indonesia, dari sisi kapitalisasi pasar memiliki dinamikanya sendiri. Dinamika yang terjadi pada sektor keuangan memengaruhi pergerakan IHSG secara signifikan. Tren bank digital telah menjadikan sektor ini makin dinamis dengan semakin banyaknya bank-bank besar maupun bank-bank kecil yang beramai-ramai berevolusi menjadi bank digital. Saham bank digital menjadi tumpuan ekspektasi dan proyeksi *return* yang lebih baik di masa depan. Apakah bank digital akan lebih efisien sesuai ekspektasi pasar dan apakah masyarakat akan menerima keberadaan bank digital dibanding bank konvensional, masih perlu pembuktian lebih lanjut.

Meskipun sektor finansial mendominasi Bursa Efek Indonesia, namun IHSG tetaplah merupakan representasi semua sektor di Bursa Efek Indonesia. Pergerakan IHSG adalah cerminan dari kinerja semua perusahaan *go-public* di Indonesia. Ketika ekonomi Indonesia membaik, maka IHSG juga menunjukkan pergerakan yang positif, demikian juga saat ekonomi menurun seperti saat pandemi Covid-19, IHSG cenderung bergerak ke arah negatif.

Meskipun IHSG merupakan agregasi dari pergerakan sektor-sektor di Bursa Efek Indonesia, tetapi tidak berarti selalu identik dengan pergerakan harga saham individual. Sebagai contoh pada saat pandemi Covid-19, IHSG mengalami tekanan berat, namun beberapa sektor

malahan mengalami kenaikan seperti sektor keuangan dan teknologi. Sebaliknya sektor *Consumer Cyclical* dan sektor *Consumer Non-Cyclical* mengalami tekanan yang sangat dalam.

Kondisi makro lain seperti regulasi, tren pertumbuhan global dan berbagai isu global lainnya akan memberikan dampak yang bervariasi antarsektor. Oleh karena itu, ketika kita memilih analisis sektor, maka variabel-variabel eksternal harus dipertimbangkan dengan cermat. Dengan demikian, kajian empiris yang memperlakukan semua sektor sama akan menghasilkan temuan yang kurang kompeten dan cenderung bias. Masing-masing industri memiliki kepekaan yang berbeda-beda terhadap berbagai dinamika eksternal yang pada gilirannya akan berkontribusi besar terhadap kinerja keuangan dan pembentukan harga saham perusahaan.

2.4 Analisis Fundamental

Terdapat berbagai indikator yang terkait dengan nilai fundamental perusahaan. Fundamental berhubungan dengan kinerja operasional, struktur modal termasuk indikator kinerja berbasis pasar. Ketiga aspek fundamental ini terbukti memengaruhi tren pergerakan saham. Seberapa signifikan pengaruhnya terhadap pergerakan harga saham, sebenarnya hal ini fluktuatif dari waktu ke waktu tergantung beberapa isu eksternal yang menyertainya. Masing-masing sektor pun memiliki signifikansi berbeda.

Akan tetapi pada dasarnya, secara grafik *scatter* antara variabel-variabel ini dengan tren harga saham memiliki relasi yang bisa dijelaskan fenomena dibaliknya. Kinerja operasional meliputi *net profit margin* (NPM), *return on equity* (ROE) dan *sales growth*. Sedangkan kinerja struktur modal dapat dilihat dari *assets turnover* (ATO), *debt to equity ratio* (DER) dan *assets growth*. Kinerja berbasis pasar meliputi *price book value* (PBV), *price earning ratio* (PER) dan tren harga saham.

2.4.1 Kinerja Operasional

Net Profit Margin

Keberhasilan kegiatan operasional perusahaan salah satunya dapat dilihat dari NPM yang merupakan perbandingan laba bersih terhadap omset atau penjualan perusahaan. Formula menghitung NPM sebagai berikut:

$$\text{NPM} = \frac{\text{Net Income}}{\text{Total Sales}}$$

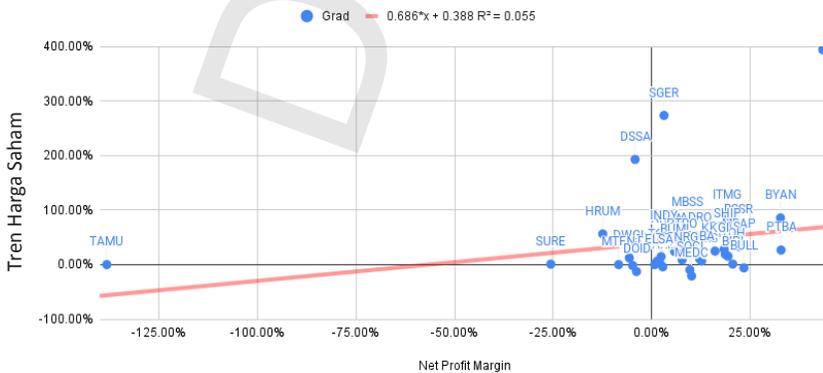
NPM, jika diproyeksikan dalam skala unit produksi dapat dimaknai sebagai laba yang dihasilkan per unit produk. Semakin besar NPM artinya semakin besar keuntungan yang didapatkan perusahaan per unit produk. Sebaliknya semakin kecil NPM, maka semakin kecil keuntungan yang diperoleh perusahaan per unit produk. NPM secara lebih luas dan komprehensif dapat mengindikasikan efektivitas proses produksi dan kualitas produk dari perspektif konsumen.

Semakin besar NPM artinya semakin kecil biaya produksi yang dibutuhkan dibandingkan harga jualnya sehingga perusahaan mendapatkan selisih harga yang besar. Efektivitas proses produksi akan menekan biaya-biaya terkait proses produksi termasuk biaya bahan baku, tenaga kerja, energi yang dipakai, jumlah produk gagal dan biaya-biaya yang berhubungan dengan pengelolaan organisasi.

Dari sisi kualitas produk dari perspektif konsumen, semakin besar NPM artinya konsumen bersedia membayar harga lebih tinggi. Konsumen bersedia membayar dengan harga yang lebih tinggi karena mereka menganggap harga tersebut sesuai dengan *value*-nya. Sebaliknya semakin kecil NPM berarti konsumen tidak bersedia membayar harga yang wajar karena produk dipersepsikan kurang berkualitas. Bagaimana pasar merespons rasio NPM perusahaan, dijelaskan pada Gambar 2.1 berikut.

Scatter Chart Sektor Energi (Pengaruh Net Profit Margin Terhadap Tren Harga Saham)

Data diolah dan disajikan oleh: Dr. Juniarti, AK



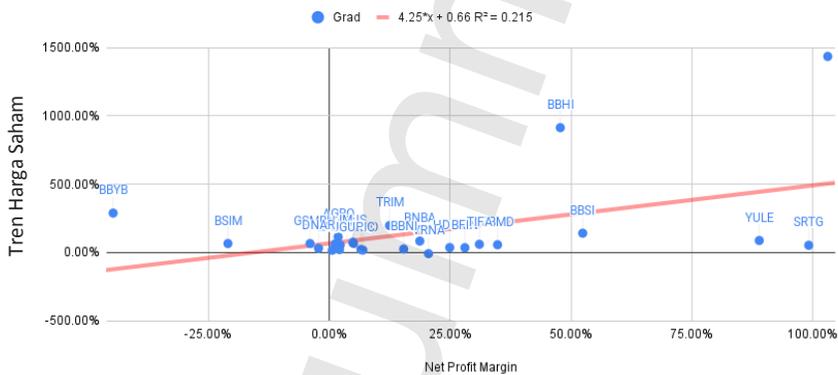
Gambar 2.1 Pengaruh Harga Sama dan Rasio NPM pada Sektor Energi

Pada sektor Energi, NPM berbanding lurus terhadap tren kenaikan harga saham. Hal ini berarti bahwa semakin tinggi rasio NPM dari satu emiten dibandingkan emiten lain, maka harga sahamnya akan cenderung memiliki tren kenaikan yang lebih positif. Jadi dalam hal ini pengaruh NPM pada saham di sektor Energi sesuai dengan teori di atas.

Sementara itu, di sektor Finansial, hal yang sama juga terjadi di mana NPM berbanding lurus terhadap kenaikan saham. Ketika NPM naik, harga saham menunjukkan tren yang sama. Seberapa konsisten hubungan NPM dan harga saham, memang masih perlu bukti-bukti yang lebih luas. Tetapi setidaknya konsistensi hubungan ini bisa dipercaya ketika dilihat hasil-hasilnya pada sektor Gabungan, sebagaimana disajikan pada Gambar 2.3.

Scatter Chart Sektor Finansial (Pengaruh Net Profit Margin Terhadap Tren Harga Saham)

Data diolah dan disajikan oleh: Dr. Juniarti, AK



Gambar 2.2 Pengaruh Harga Sama dan Rasio NPM pada Sektor Finansial

Pada analisis saham pada sektor Gabungan hal yang sama juga terjadi, yaitu NPM berpengaruh positif terhadap tren harga saham.

aliansi strategis dengan perusahaan lain. Sehingga perusahaan tidak membutuhkan investasi yang terlalu banyak untuk menghasilkan penjualan. Melalui *franchise* atau aliansi strategis, perusahaan bisa mendapatkan aset semu untuk produksi, tanpa harus menanggung beban bunga atas aset tersebut.

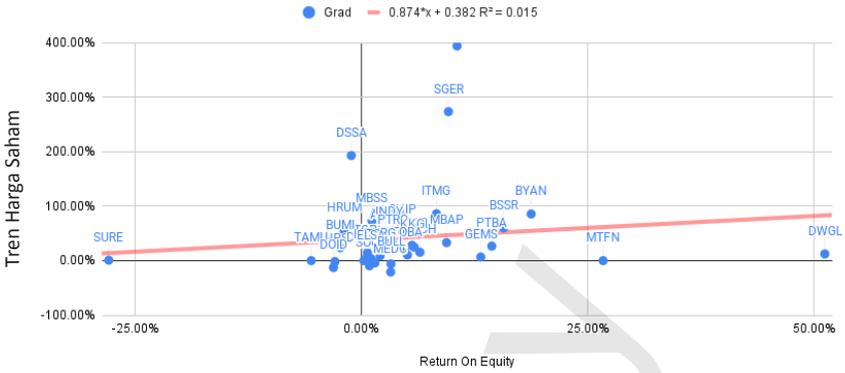
Berikut beberapa potret fenomena empiris ROE dan harga saham. Di sektor Energi (Gambar 2.4) tampak ROE berbanding lurus dengan tren kenaikan harga saham. Hal ini berarti bahwa semakin tinggi rasio ROE akan diikuti oleh kecenderungan harga saham yang juga memiliki kenaikan yang positif.

Di sektor Financial (Gambar 2.5) hal yang sebaliknya terjadi, di mana ROE memiliki hubungan negatif dengan tren kenaikan harga saham. Hal ini terjadi karena dua hal. *Pertama*, maraknya bank digital, di mana banyak bank-bank yang melakukan investasi di bidang IT dan digital sehingga banyak menggerus arus kas masuk yang pada gilirannya berpengaruh terhadap laba bersih yang dicapai. *Kedua*, sektor perbankan mengalami tekanan kuat akibat berhentinya proses ekonomi terkait Pembatasan Sosial Berskala Besar (PSBB) yang diterapkan untuk mencegah meluasnya penyebaran Covid-19. Pembatasan ini jelas memengaruhi kemampuan nasabah untuk melunasi atau mengangsur pinjamannya di Bank.

Dilihat dari seluruh sektor, rupanya ROE masih tetap direspons positif oleh pasar. Meskipun sektor finansial mendominasi emiten yang ada di Bursa Efek Indonesia, namun karena hubungan negatif di sektor finansial sangat tipis, maka secara keseluruhan ROE masih berkorelasi positif dengan tren kenaikan harga saham (Gambar 2.6).

Scatter Chart Sektor Energi (Pengaruh Return on Equity Terhadap Tren Harga Saham)

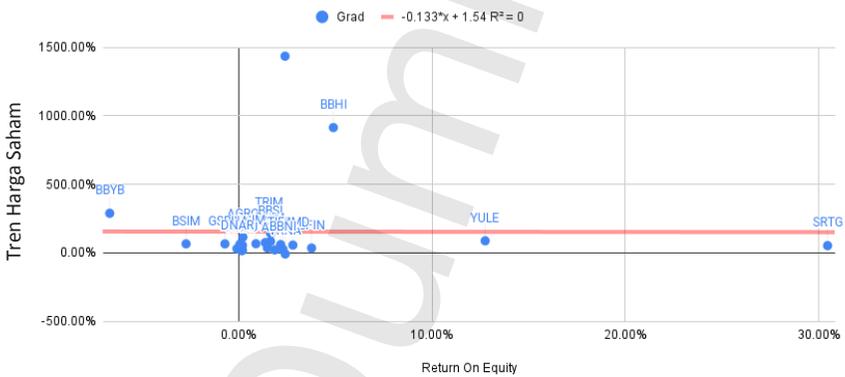
Data diolah dan disajikan oleh: Dr. Juniarti. AK



Gambar 2.4 Pengaruh Harga Sama dan Rasio ROE pada Sektor Energi

Scatter Chart Sektor Finansial (Pengaruh Return on Equity Terhadap Tren Harga Saham)

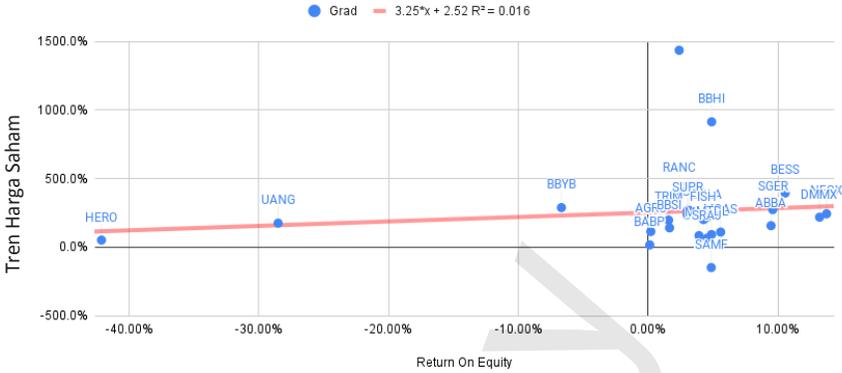
Data diolah dan disajikan oleh: Dr. Juniarti. AK



Gambar 2.5 Pengaruh Harga Sama dan Rasio ROE pada Sektor Finansial

Scatter Chart Semua Sektor (Pengaruh Return on Equity Terhadap Tren Harga Saham)

Data diolah dan disajikan oleh: Dr. Juniarti. AK

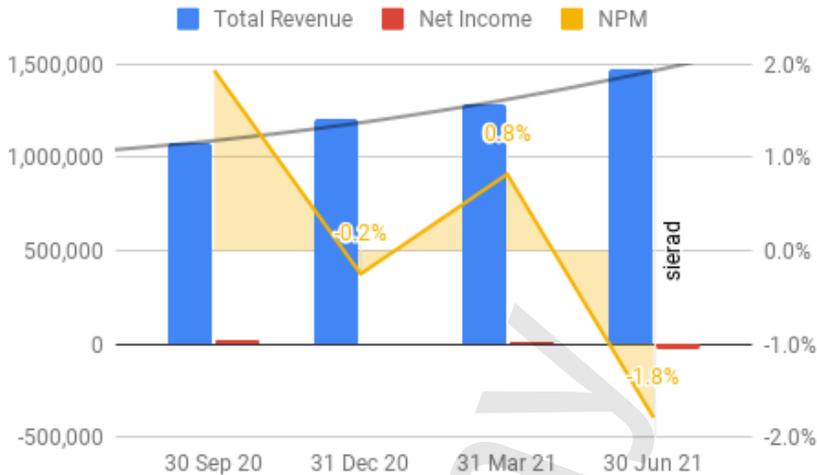


Gambar 2.6 Pengaruh Harga Sama dan Rasio ROE pada Seluruh Sektor

Sales Growth

Sales Growth dihitung berdasarkan kemiringan (*slope*) dari regresi linier penjualan dalam 4 triwulan terakhir (Gambar 2.7). Dalam lingkungan bisnis yang serba cepat, rekam jejak selama periode yang lebih panjang seperti rentang satu tahun atau lebih, dianggap kurang realistis. Karena selama periode satu tahun atau lebih tersebut sudah terjadi banyak perubahan-perubahan yang signifikan, baik dari sisi teknologi, peta kompetisi, persaingan dan minat pelanggan. Oleh karena itu, indikator pertumbuhan dalam rentang triwulan lebih bisa mewakili kondisi yang sesungguhnya.

Memang dalam beberapa aspek perhitungan dengan rentang yang lebih lama dibutuhkan namun tetap harus diikuti dengan perhitungan dalam rentang yang lebih pendek. *Sales growth* menggambarkan keberhasilan perusahaan untuk meningkatkan kapasitas produksinya dan sekaligus keberhasilan manajemen memperluas basis pasarnya.



Gambar 2.7 Tren Revenue Q2 2020 sampai Q2 2021



Gambar 2.8 Tren Price to Book Value (PBV)

Dalam contoh di atas pada saham SIPD, terjadi kenaikan penjualan yang konsisten dalam 4 laporan keuangan per kuartal.

Pengaruh Sales Growth Terhadap Tren Harga Saham Sektor Energi

Di sektor Energi, pengaruh *sales growth* terhadap tren harga saham masih positif tetapi sangat tipis (Gambar 2.9). Hal ini karena selama periode pandemi Covid-19, permintaan energi memang masih lemah sehingga

memukul saham perusahaan batubara. Sedangkan kenaikan atau *recovery* harga batubara dan energi relatif masih nol secara kumulatif.

Scatter Chart Sektor Energi (Pengaruh Sales Growth Terhadap Tren Harga Saham)

Data diolah dan disajikan oleh: Dr. Juniarti, AK



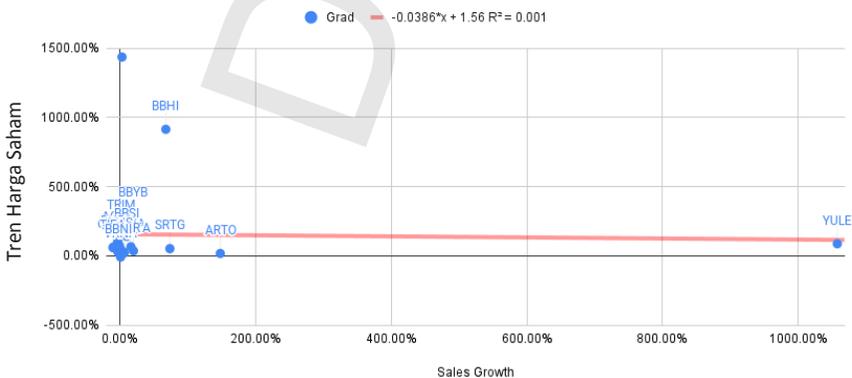
Gambar 2.9 Sales Growth dan Harga Saham Sektor Energi

Pengaruh Sales Growth Terhadap Tren Harga Saham Sektor Finansial

Hal yang sama terjadi pada sektor Finansial, di mana pengaruh *sales growth* terhadap tren harga saham masih positif tetapi sangat tipis (Gambar 2.10). Alasannya sama, karena rentang penelitian saat buku ini dibuat ada pada fase transisi dari pandemi ke *recovery*. Hal ini karena sektor Finansial memang mengalami banyak dinamika selama pandemi Covid-19.

Scatter Chart Sektor Finansial (Pengaruh Sales Growth Terhadap Tren Harga Saham)

Data diolah dan disajikan oleh: Dr. Juniarti, AK



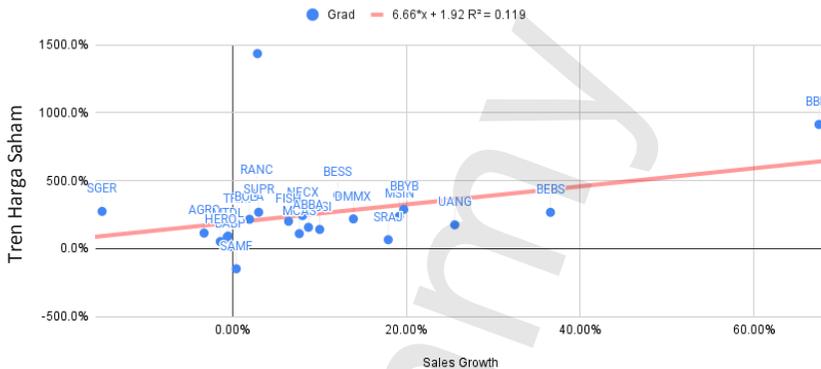
Gambar 2.10 Sales Growth dan Harga Saham Sektor Finansial

Pengaruh Sales Growth Terhadap Tren Harga Saham Sektor Gabungan

Hal yang sebaliknya terjadi pada sektor Gabungan. Pengaruh *sales growth* terhadap tren kenaikan harga saham positif kuat (Gambar 2.11). Hal ini menunjukkan bahwa secara alamiah *sales growth* berpengaruh positif kuat terhadap tren kenaikan harga saham.

Scatter Chart Semua Sektor (Pengaruh Sales Growth Terhadap Tren Harga Saham)

Data diolah dan disajikan oleh: Dr. Juniarti, AK



Gambar 2.11 Sales Growth dan Harga Saham Sektor Gabungan

Struktur Modal

Struktur modal adalah hal yang sangat penting, seberapa ideal rasio antara ekuitas dan liabilitas sangat tergantung fase perusahaan, jenis industri, dan strategi perusahaan. Tetapi pada dasarnya ada indikator indikator umum yang menjadi syarat bahwa beban bunga tidak menggerus laba perusahaan. Disisi lain, fenomena keagenan dalam manajemen, karena berlimpahnya *cashflow* juga menjadi perhatian bagi perusahaan.

Asset Turnover

Asset Turnover (ATO) adalah perbandingan antara *total sales* dibandingkan *total assets*. Rumus perhitungan asset turnover sebagai berikut:

$$ATO = \frac{\text{Total Sales}}{\text{Total Assets}}$$

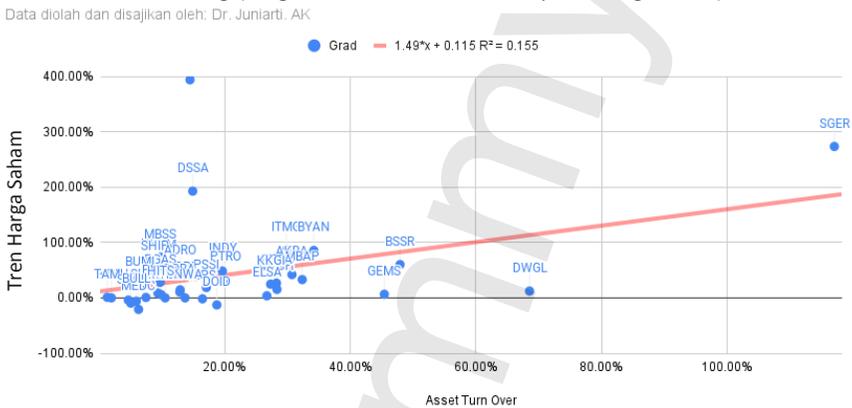
Jika diproyeksikan sebagai indikator kinerja manajemen, ATO menunjukkan kemampuan manajemen mengelola aset untuk

menghasilkan penjualan. Semakin tinggi ATO artinya manajemen berhasil menggunakan secara efektif aset yang dimiliki. Sebaliknya semakin rendah ATO, artinya perusahaan gagal mengoptimalkan aset yang dimiliki untuk menghasilkan penjualan.

Pengaruh ATO Terhadap Tren Harga Saham Sektor Energi

Di sektor Energi, *assets turnover* memiliki pengaruh positif kuat terhadap tren kenaikan harga saham. Hal ini sejalan dengan pengertian-pengertian di atas (Gambar 2.12).

Scatter Chart Sektor Energi (Pengaruh Asset Turnover Terhadap Tren Harga Saham)



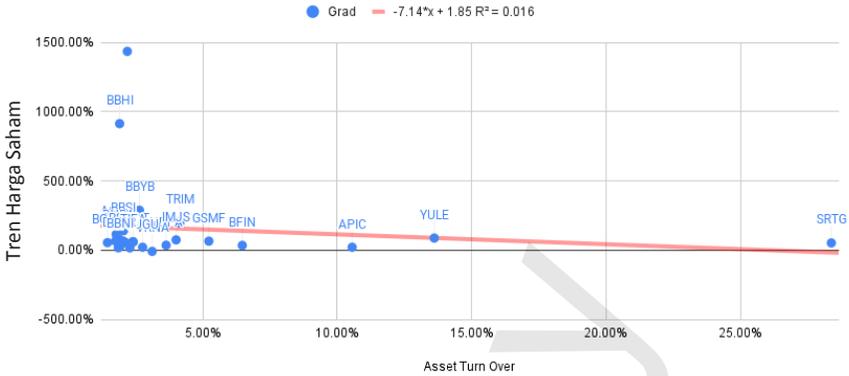
Gambar 2.12 Asset Turnover dan Tren Harga Saham Sektor Energi

Pengaruh ATO Terhadap Tren Harga Saham Sektor Finansial

Di sektor Finansial hal sebaliknya terjadi, di mana ATO justru berpengaruh negatif terhadap tren kenaikan harga saham (Gambar 2.13). Investasi besar besaran yang dilakukan oleh perbankan di sektor IT untuk digitalisasi sistem perbankan justru membuat investor melihat prospek di masa depan. Di samping itu, mergernya bank syariah BUMN, juga maraknya akuisisi bank-bank oleh investor luar negeri menyebabkan harga saham perbankan bergerak sesuai gerakan aksi korporasi, tidak lagi hanya berpatokan pada rasio-rasio keuangan.

Scatter Chart Sektor Finansial (Pengaruh Asset Turnover Terhadap Tren Harga Saham)

Data diolah dan disajikan oleh: Dr. Juniarti, AK



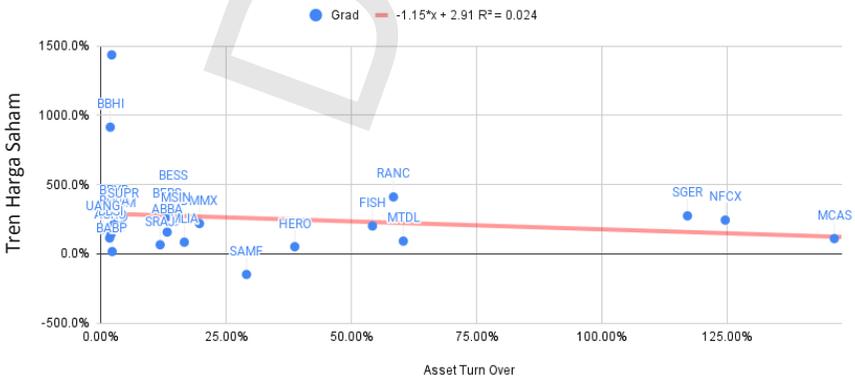
Gambar 2.13 Assets Turnover dan Tren Harga Saham Sektor Finansial

Pengaruh ATO Terhadap Tren Harga Saham di Sektor Gabungan

Saham-saham yang mengalami kenaikan signifikan di periode enam bulan masa transisi ini, pada umumnya digerakkan oleh aksi korporasi. Hal ini karena secara kinerja ekonomi di masa pandemi, hampir semua perusahaan mendapat masalah dalam hal kapasitas produksi. Secara gabungan ATO tidak berpengaruh terhadap tren harga saham (Gambar 2.14). Terlihat bahwa titik (emiten saham) rata-rata berada pada kuadran ATO positif dan tren saham positif. Jika dilihat $R^2 = 0,016$ artinya pengaruh ATO sangat tipis bahkan mendekati nol, terhadap harga saham.

Scatter Chart Semua Sektor (Pengaruh Asset Turnover Terhadap Tren Harga Saham)

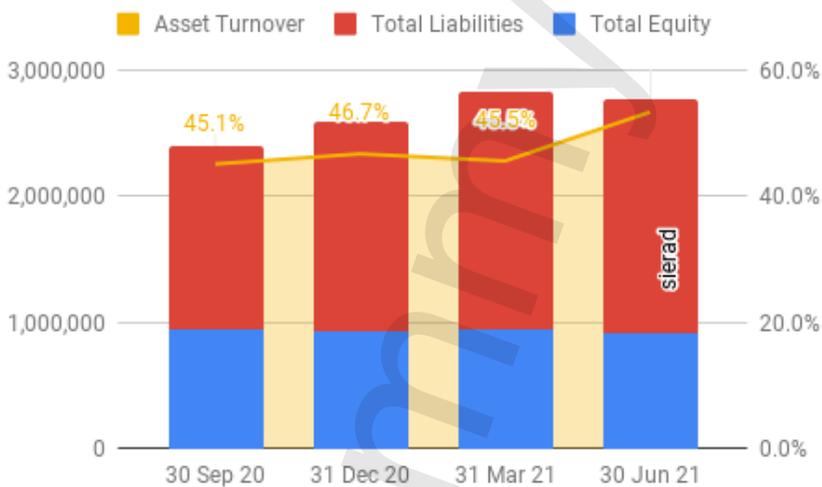
Data diolah dan disajikan oleh: Dr. Juniarti, AK



Gambar 2.14 Assets Turnover dan Tren Harga Saham Sektor Gabungan

Rasio Liabilitas dan Ekuitas

Rasio Liabilitas dan Ekuitas adalah perbandingan antara total kewajiban dibandingkan modal bersih yang dimiliki perusahaan. Dalam laporan keuangan per kuartal. Rasio ini relatif berfluktuasi. Hal ini terjadi karena adanya kebijakan akrual dalam perusahaan. Yang kedua kewajiban perusahaan dalam hal kontrak bisnis, di mana pembayaran sering kali dilakukan satu kali dalam kuartal tertentu. Sehingga fluktuasi dianggap tidak signifikan menunjukkan dinamika kinerja perusahaan (Gambar 2.15).



Gambar 2.15 Rasio Liabilitas dan Ekuitas

Sebenarnya tidak ada patokan ideal, rasio liabilitas dengan ekuitas, karena hal ini tergantung sektor industri dan model bisnis masing-masing entitas. Rasio liabilitas terhadap ekuitas yang tinggi, pada batas tertentu bisa positif, karena menunjukkan perusahaan berhasil menaikkan leverage perusahaan untuk menaikkan aset tanpa harus menambah modal. Akan tetapi, di sisi lain *leverage* yang tinggi juga bisa menyebabkan beban bunga yang tinggi.

Sebaliknya, rasio liabilitas terhadap ekuitas yang rendah juga bisa menimbulkan masalah keagenan, manajemen terlalu santai karena tidak ada tekanan dari pihak perbankan. Rasio liabilitas terhadap ekuitas yang rendah bisa positif karena mengindikasikan bahwa perusahaan mempunyai ruang yang lebar untuk melakukan ekspansi melalui pinjaman.

Pengaruh Assets Growth Terhadap Tren Harga Saham Sektor Finansial

Hal yang sama terjadi pada sektor finansial, di mana *assets growth* berpengaruh positif terhadap tren kenaikan harga saham (Gambar 2.17)

Scatter Chart Sektor Finansial (Pengaruh Asset Growth Terhadap Tren Harga Saham)

Data diolah dan disajikan oleh: Dr. Juniarti. AK



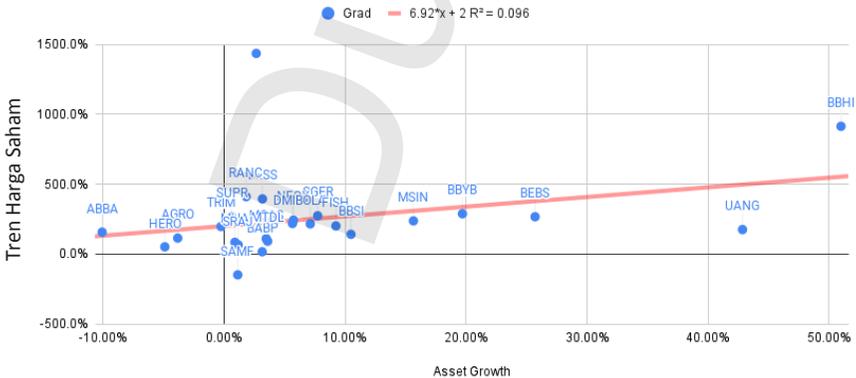
Gambar 2.17 Assets Growth dan Tren Harga Saham Sektor Finansial

Pengaruh Assets Growth Terhadap Tren Harga Saham Sektor Gabungan

Pada sektor Gabungan, *assets growth* berpengaruh positif terhadap tren kenaikan harga saham.

Scatter Chart Semua Sektor (Pengaruh Asset Growth Terhadap Tren Harga Saham)

Data diolah dan disajikan oleh: Dr. Juniarti. AK



Gambar 2.18 Asset Growth dan Tren Harga Saham Sektor Gabungan

2.4.2 Respons Investor: Kinerja Berbasis Pasar

Respons investor sangat berpengaruh terhadap masa depan perusahaan, ini terkait investasi jangka panjang, aksi korporasi melalui merger dan akuisisi, *right issue*, penerbitan obligasi, dan sebagainya. Dalam hal ini respons investor direpresentasikan dengan *Price to Book Value* (PBV) dan *Price Earning Ratio* (PER).

Price to Book Value

PBV Adalah perbandingan antara harga per lembar saham dengan nilai ekuitas yang diwakilinya. Nilai ekuitas dalam penelitian ini diukur dengan total kapitalisasi pasar dengan total ekuitas, dengan rumus sebagai berikut:

$$PBV = \frac{\text{Kapitalisasi Pasar}}{\text{Total Equity}}$$

PBV mencerminkan kepercayaan investor terhadap potensi kinerja perusahaan di masa depan. Semakin tinggi PBV semakin mahal harga saham tersebut. Apakah harga saham yang sudah cukup mahal memengaruhi minat investor untuk membelinya? atau sebaliknya harga saham yang sudah mahal justru dianggap oleh investor bahwa saham tersebut prospektif di masa depan. Idealnya nilai PBV adalah di atas 1, karena secara natur perusahaan biasanya mengambil jalan konservatif dengan menilai modalnya lebih kecil dari yang sebenarnya. Besar ekuitas ditentukan oleh banyak faktor seperti depresiasi aset, kewajiban-kewajiban di masa depan, IPO, dan lain sebagainya.

Dari perspektif investor, semakin tinggi PBV mengindikasikan bahwa value perusahaan akan meningkat kuat di masa depan. Selain itu, PBV tinggi mencerminkan bahwa investor percaya bahwa perusahaan mampu mendapatkan penambahan modal baik melalui *right issue* maupun merger dan akuisisi.

Pengaruh PBV Terhadap Tren Harga Saham di Sektor Energi

Di sektor energi pengaruh PBV terhadap tren harga saham positif (Gambar 2.19). Hal ini berarti bahwa “harga mahal” bukan sebagai penghalang, tetapi justru menunjukkan bahwa banyak investor melihat potensinya di masa depan.

Scatter Chart Sektor Energi (Pengaruh Price Book Value Terhadap Tren Harga Saham)

Data diolah dan disajikan oleh: Dr. Juniarti. AK



Gambar 2.19 PBV dan Tren Harga Saham Sektor Energi

Pengaruh PBV Terhadap Tren Harga Saham Sektor Finansial

Di sektor Finansial pengaruh PBV terhadap tren harga saham positif (Gambar 2.20). Hal ini berarti bahwa “harga mahal” bukan sebagai penghalang, tetapi justru menunjukkan bahwa banyak investor melihat potensinya di masa depan.

Scatter Chart Sektor Finansial (Pengaruh Price Book Value Terhadap Tren Harga Saham)

Data diolah dan disajikan oleh: Dr. Juniarti. AK



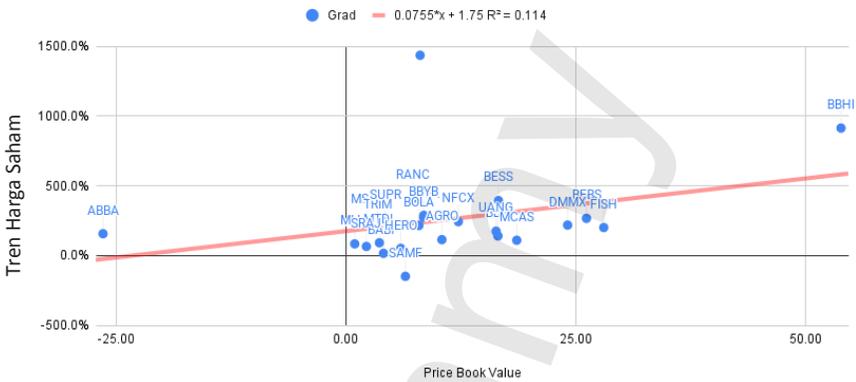
Gambar 2.20 PBV dan Tren Harga Saham Sektor Finansial

Pengaruh PBV Terhadap Tren Harga Saham di Sektor Gabungan

Pada sektor Gabungan terlihat bahwa PBV memiliki pengaruh positif terhadap tren harga saham (Gambar 2.21), dan bahwa saham yang dipersepsikan positif, akan bisa terus positif setidaknya selama enam bulan rentang penelitian.

Scatter Chart Semua Sektor (Pengaruh Price Book Value Terhadap Tren Harga Saham)

Data diolah dan disajikan oleh: Dr. Juniarti. AK



Gambar 2.21 PBV dan Tren Harga Saham Sektor Gabungan

Price Earning Ratio (PER)

PER adalah perbandingan antara harga saham dibandingkan laba bersih yang dihasilkan tiap lembar saham. Dalam hal ini digunakan total kapitalisasi pasar sebagai representasi dari total saham yang beredar, dibandingkan dengan laba bersih, dengan formula sebagai berikut:

$$PER = \frac{\text{Kapitalisasi Pasar}}{\text{Net Income}}$$

Semakin tinggi PER, menunjukkan semakin tinggi tingkat kepercayaan pasar terhadap laba bersih yang dihasilkan perusahaan. Namun dapat juga dimaknai bahwa semakin turun kemampuan perusahaan menghasilkan profit sebanding nilai pasarnya. Rasio ini juga dapat digunakan untuk mengevaluasi apakah kemampuan perusahaan menghasilkan laba bersih setara dengan nilai pasarnya akan memengaruhi minat investor untuk bersikap realistis dengan melakukan “closing”.

Penggunaan angka PER ini bisa cukup bias karena tergantung fase hidup perusahaan. Perusahaan yang sedang berkembang tentu masih banyak memerlukan dana ekspansi, sehingga cenderung memiliki laba kecil. Sedangkan investor sudah sangat optimis terhadap kemampuan perusahaan menghasilkan laba sehingga rasio-rasio tersebut menyebabkan pasar 'overestimate'. Oleh karena itu, dalam hal analisis PER terhadap tren harga saham perlu mempertimbangkan tahap siklus hidup perusahaan.

Dari perspektif Investor, PER dapat menjadi indikator seberapa besar investor mau bertahan pada suatu saham tertentu ketika laba yang dibukukan perusahaan dianggap terlalu kecil dibandingkan modal dasarnya. PER juga mencerminkan optimisme investor terhadap prospek bisnis perusahaan di masa depan.

Pengaruh PER Terhadap Tren Harga Saham di Sektor Energi

Pada sektor Energi, PBV berpengaruh negatif terhadap harga saham (Gambar 2.22). Artinya investor tidak melihat potensi masa depan layak dibayar dengan net income rendah yang diterima saat ini.

Scatter Chart Sektor Energi (Pengaruh Price Earning Ratio Terhadap Tren Harga Saham)

Data diolah dan disajikan oleh: Dr. Juniarti, AK



Gambar 2.22 PER dan Tren Harga Saham Sektor Energi

Pengaruh PER Terhadap Tren Harga Saham di Sektor Finansial

Pada sektor Finansial terjadi sebaliknya, bahwa Pengaruh PER terhadap tren harga saham positif meskipun landai garis liniernya (Gambar

2.23). Tampaknya, investor lebih memilih prospek di masa depan, dibandingkan earning yang didapat saat ini.

Scatter Chart Sektor Finansial (Pengaruh Price Earning Ratio Terhadap Tren Harga Saham)

Data diolah dan disajikan oleh: Dr. Juniarti, AK



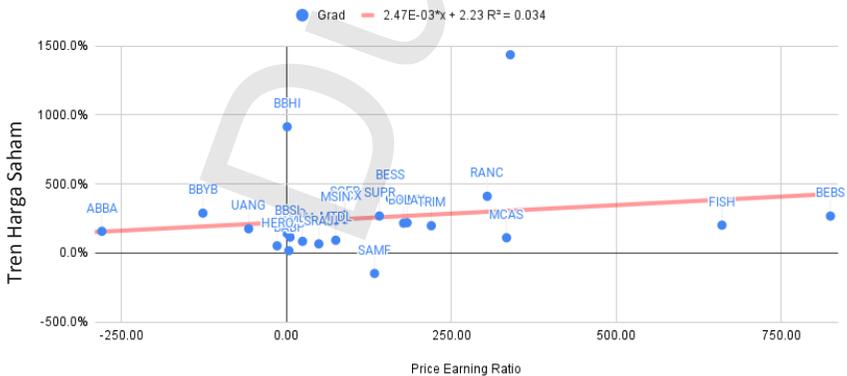
Gambar 2.23 PER dan Tren Harga Saham Sektor Finansial

Pengaruh PER Terhadap Tren Harga Saham di Sektor Gabungan

Pada sektor Gabungan yang terjadi sama dengan di sektor Finansial, di mana PER berpengaruh positif terhadap tren harga saham positif meskipun landai garis liniernya (Gambar 2.24). Investor lebih memilih prospek masa depan dibandingkan apa yang terjadi saat ini.

Scatter Chart Semua Sektor (Pengaruh Price Earning Ratio Terhadap Tren Harga Saham)

Data diolah dan disajikan oleh: Dr. Juniarti, AK



Gambar 2.24 PER dan Tren Harga Saham Sektor Gabungan

Tren Harga Saham

Tren harga saham dalam hal ini dihitung berdasarkan regresi linear pergerakan saham selama 6 bulan atau dua kuartal (Gambar 2.25). Penggunaan data ini, karena rata-rata laporan keuangan triwulan perusahaan biasanya dipublikasikan dua bulan setelah tanggal pembukuan. Investor baru mengetahui kinerja manajemen perusahaan dua bulan setelah tanggal laporan keuangan.

Tren Harga Saham selama periode 6 bulan



Gambar 2.25 Tren Harga Saham

2.5 Penutup

- Secara signifikansi korelasi antara variabel-variabel fundamental kinerja keuangan perusahaan terhadap harga saham adalah sangat bervariasi. Hal ini disebabkan pengaruh eksternal yang juga memengaruhi sentimen investor terhadap prospek saham perusahaan di masa depan. Walaupun demikian, secara umum adanya konsistensi relasi antara variabel-variabel tersebut dengan tren harga saham seperti diterangkan dalam buku ini.
- Analisis fundamental akan lebih efektif jika dilakukan dengan melakukan perbandingan perusahaan yang memiliki banyak kesamaan, misalkan satu sektor atau satu subsektor.

- Investor membeli masa depan, bukan sekadar kinerja saat ini. Walaupun demikian, kinerja saat ini menggambarkan kemampuan perusahaan untuk memenangkan kompetisi di masa depan.
- Pada akhirnya teori pasar modal efisien akan terpenuhi, di mana harga saham merupakan cerminan semua informasi tentang emiten baik informasi finansial maupun nonfinansial.
- Analisis fundamental cukup terbukti untuk membaca kecenderungan investor dalam berinvestasi di pasar modal.
- Rumor yang berkembang terkait prospek perusahaan ke depan harus dibuktikan pada akhirnya.

Dummy



3

REPUTASI PENGELUARAN MODAL

Selama periode 2020 sampai 2021, di tengah pandemi Covid-19 terdapat fenomena yang menarik dari pergerakan beberapa saham di Bursa Efek Indonesia. Yang *pertama* adalah gelombang euforia rencana pembentukan holding Perusahaan Baterai Listrik di Indonesia. Euforia ini juga didukung oleh tren mobil listrik yang mulai dipakai armada taxi di Jakarta. Pemain utama dari euforia ini adalah PT Aneka Tambang Tbk (ANTM) dan PT Timah Tbk (TINS). Dalam pemaparan ini saya mengambil ANTM sebagai sampel, dengan pertimbangan sebenarnya pergerakan saham ANTM dan TINS bisa dikatakan hampir identik. Gelombang *kedua* adalah euforia Bank Digital. Salah satu yang paling fenomenal adalah Bank Jago, sehingga bank ini layak mewakili euforia metamorfosis bank tradisional menuju digital. Bank Jago (ARTO) paling menonjol di antara bank digital yang ada, dari sisi investor baru dan pertumbuhan asetnya.

Persamaan dari ANTM dan ARTO adalah di tengah suasana ekonomi yang berkontraksi kuat akibat pandemi Covid-19, kedua saham ini hampir tidak terpengaruh oleh krisis dunia usaha yang terjadi. Saham kedua bank tersebut terus membumbung tinggi. Bahkan, Bank Jago memiliki pertumbuhan aset lebih masif dibandingkan dengan Aneka Tambang, sebuah perusahaan non-perbankan. Dalam konteks ini,

sangat menarik untuk melihat pengaruh pertumbuhan aset terhadap tren kenaikan harga saham.

Dalam tren pertumbuhan aset, tentu diharapkan adanya kenaikan efisiensi yang ditandai dengan tren kenaikan revenue yang lebih tinggi dibanding tren kenaikan aset. Kenaikan ini awalnya saya prediksi akan menarik bagi investor sehingga akan tercermin dari kenaikan saham. Namun, faktanya yang terjadi justru sebaliknya.

Melalui simulasi grafik secara individual terhadap saham Bank Jago dan Aneka Tambang, bisa ditarik kesimpulan mengapa efisiensi seolah dipandang sebelah mata, karena pada saat terjadi kenaikan aset, saham sudah naik secara berlebihan. Pada saat kinerja penjualan mulai naik sebagai akibat kenaikan aset, seolah disambut sebaliknya oleh pasar, karena harga saham turun. Sementara penurunan harga saham tersebut lebih karena pada saat yang bersamaan terjadi *profit taking* yang menyebabkan koreksi teknikal atas saham.

Bagaimana menghitung efektivitas sebuah pengeluaran modal, cara termudah adalah dengan membandingkan dengan total penjualannya. Perusahaan yang memiliki efektivitas pengeluaran modal akan cenderung memiliki tren kenaikan sales lebih tinggi. Dalam penelitian ini tidak menggunakan ATO untuk mengukur efektivitas, tetapi membandingkan *trend-line* antara total aset dan total penjualan. Total penjualan lebih mencerminkan rentang yang panjang, sementara ATO lebih mencerminkan *spot-line* dan berpotensi bias karena banyaknya faktor eksternal yang memengaruhi *spot-line* tersebut.

Asset trend-line lebih menggambarkan bagaimana pola investasi perusahaan. Berdasarkan *asset trend-line*, perusahaan dapat dikelompokkan menjadi stagnan, bertumbuh atau bertumbuh negatif. Stagnan, jika total aset berada pada rentang kenaikan 0 sampai dengan 5%, bertumbuh jika terjadi kenaikan aset di atas 5% dan negatif jika pertumbuhan aset di bawah 0%.

Tren aset merupakan informasi penting karena menyangkut dua sumber pembentuknya. *Pertama*, kenaikan ekuitas karena aksi korporasi, seperti merger, IPO dan *right issue*. *Kedua*, penambahan dari sisi modal bersih. Penambahan dari sisi modal bersih penting, karena memberi keleluasaan bagi perusahaan untuk mengurangi beban bunga. Di sisi lain, terbuka kesempatan yang lebih besar untuk meningkatkan

liabilitasnya, sebagai sumber pembiayaan. Meskipun memang penambahan aset melalui liabilitas memiliki konsekuensi menambah beban bunga atau yield obligasi di masa yang akan datang. Namun, jika ROE yang diperoleh lebih tinggi dari bunga bank maka perusahaan justru akan mendapatkan selisih ROE dan bunga bank yang positif.

Analisis Individual

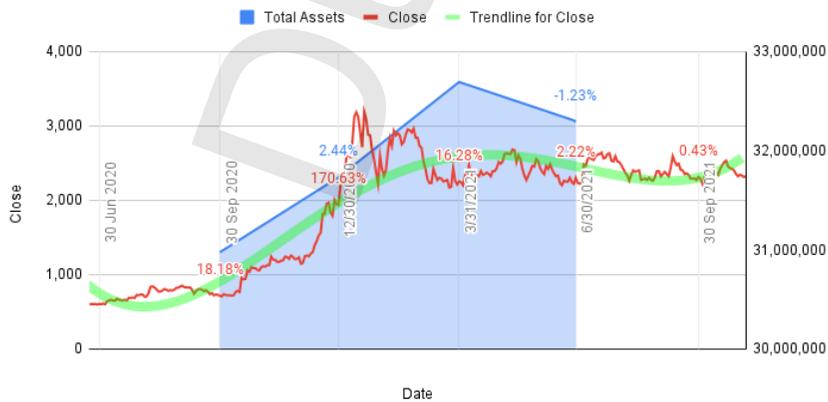
Pengamatan satu atau dua sampel saham penting dilakukan untuk menjadi referensi sebelum diterapkan pada data yang lebih luas. Umumnya penelitian sebelumnya langsung menggunakan data besar tanpa mempelajari fenomena data individual. Penelitian-penelitian tersebut serta merta mengasumsikan data bersifat homogen, karena di satu sisi memang homogenitas diperlukan dalam penelitian.

Kepentingan untuk menormalkan data juga sering kali mengganggu karena membuat hasilnya tidak menggambarkan kondisi yang sesungguhnya. Faktanya memang ada data yang ‘outlier’, kalau data ini dihilangkan maka akan membuat data yang menarik perhatian menjadi hilang, karena data yang menarik tersebut harus dikeluarkan demi mencapai asas normalitas.

Berikut ini analisis individual pada saham Aneka Tambang dan Bank Jago.

Total Assets vs. Harga Saham Aneka Tambang Tbk (IDX:ANTM)

Data diolah oleh: Dr. Juniarti, AK



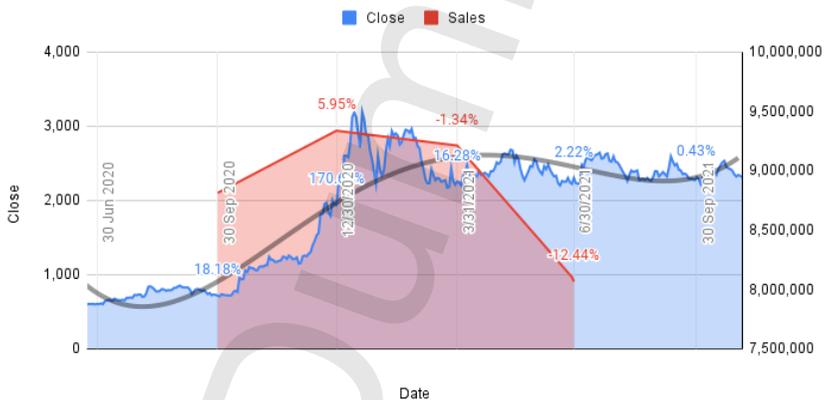
Gambar 3.1 Total Aset dan Harga Saham PT Aneka Tambang

Dari Gambar 3.1 terlihat bahwa tidak terjadi kenaikan total aset yang signifikan. Tercatat pada Q4/2020 total aset hanya naik 2,44% tetapi harga saham naik 170,63%. Demikian juga pada Q1/2021 tidak terlihat kenaikan total aset yang signifikan, sehingga menyebabkan tren kenaikan menjadi *averaging*.

Selanjutnya pada Q2/2021, total aset justru turun walaupun tipis. Penurunan ini bisa disimpulkan bukan karena aksi korporasi tetapi lebih pada dinamika akrual perusahaan. Dari sisi harga saham, terlihat investor masih mempertahankan saham ini. Hal ini ditandai dengan *averaging* yang cenderung berubah menjadi *sideways* tipis sampai posisi per 5 November 2021. Realita tren total aset yang stagnan terlihat menghambat euforia saham Aneka Tambang yang didorong oleh rumor. Pertumbuhan total aset menjadi pertimbangan kuat bagi investor sebelum melakukan investasi lebih lanjut.

Total Revenue vs. Harga Saham Aneka Tambang Tbk (IDX:ANTM)

Data diolah oleh: Dr. Juniarti, AK



Gambar 3.2 Total Pendapatan dan Harga Saham PT Aneka Tambang

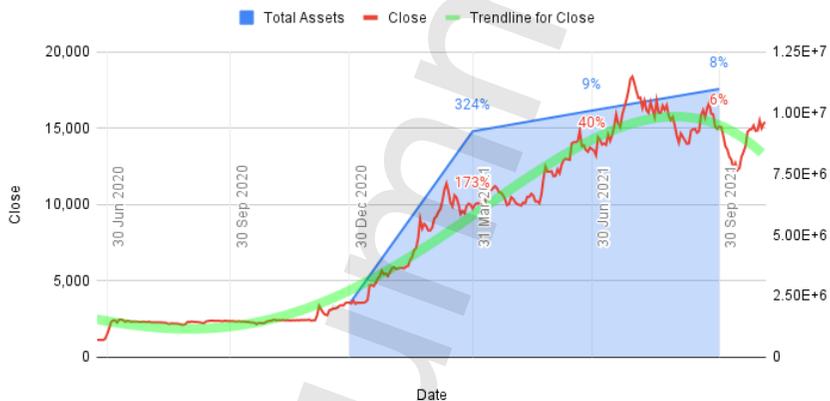
Selanjutnya jika dibandingkan dengan pendapatan, Gambar 3.2 menunjukkan bahwa pendapatan hanya naik di Q4/2020, dua kuartal berikutnya turun terus. Tercatat pada Q4/2020 total pendapatan hanya naik 5,95% namun harga sahamnya naik sangat signifikan yaitu 170,63%. Pada Q1/2021 tidak terlihat penurunan revenue yang signifikan, hanya turun 1,34%, kenaikan saham menjadi *averaging*. Investor mulai bersikap menunggu.

Sementara itu, pada Q2/2021, revenue turun cukup tajam (-12.44%), saham justru naik 2,22% (QoQ). Hal ini mengindikasikan bahwa rumor tentang industri baterai listrik yang cukup kuat waktu itu lebih menjadi perhatian investor dibandingkan informasi penurunan revenue perusahaan.

Pendapatan sebenarnya menunjukkan dinamika output dari kinerja perusahaan dari sisi produktivitas. Dalam kasus aneka tambang terlihat bahwa pendapatan tidak terlalu memengaruhi investor dalam menentukan investasi dibandingkan dengan faktor pertumbuhan total aset dan rumor yang muncul saat itu. Memang rumor tidak termasuk informasi keuangan sehingga sulit diukur secara kuantitatif.

Total Assets vs. Harga Saham Bank Jago (IDX:ARTO)

Data diolah oleh: Dr. Juniarti, AK



Gambar 3.3 Total Aset dan Harga Saham Bank Jago

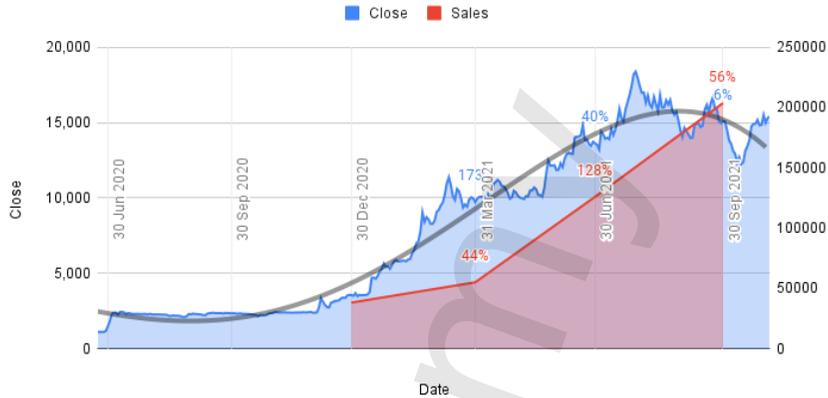
Hal yang berbeda terjadi pada saham Bank Jago. Perusahaan mengalami kenaikan signifikan dalam hal total aset. Hal ini terjadi karena kedatangan banyak investor strategis yang sangat besar, di antaranya Gojek/Tokopedia dan Temasek dari Singapura. Bergabungnya beberapa investor strategis itu tercermin dari kenaikan total aset 324% (QoQ) selama Q1/2021.

Kenaikan total aset ini jauh lebih tinggi dibandingkan kenaikan harga sahamnya yang hanya 173% pada periode yang sama. Selanjutnya terlihat bahwa kenaikan harga saham berlanjut dengan kenaikan 40% (QoQ) pada Q2/2021, walaupun kenaikan asetnya mereda dengan

hanya naik 9% (Gambar 3.3). Dari fenomena Bank Jago terlihat bahwa investor menganggap kenaikan total aset sebagai alasan kuat untuk berinvestasi di masa depan.

Total Revenue vs. Harga Saham Bank Jago (IDX:ARTO)

Data diolah oleh: Dr. Juniarti, AK



Gambar 3.4 Total Pendapatan dan Harga Saham Bank Jago

Gambar 3.4 menunjukkan bahwa secara kinerja perusahaan, revenue memang indikator yang lebih sering terlambat. Hal ini karena untuk menaikkan revenue, perusahaan membutuhkan kenaikan total aset terlebih dulu. Sehingga ketika revenue naik, euforia kenaikan harga saham justru sudah jenuh karena kenaikan total aset.



4

STUDI KASUS 1: ANALISIS PENGARUH BELANJA MODAL BANK JAGO SEJAK KONDISI SEBELUM AKUISISI SAMPAI DUA KALI *RIGHT ISSUES*

Untuk mendapatkan gambaran yang komprehensif tentang pengaruh pengeluaran modal, berikut disajikan studi kasus analisis pengaruh perubahan pengeluaran modal yang diukur dengan perubahan total aset. Perubahan total aset dapat disebabkan oleh kenaikan ekuitas maupun kenaikan liabilitas. Dalam hal ini arus kas dapat digunakan sebagai konfirmasi transaksi. Arus kas dalam laporan keuangan terdiri dari arus kas operasional, arus kas pembiayaan dan arus kas investasi

Beberapa pertimbangan mengambil contoh Bank Jago (ARTO) dalam studi kasus ini adalah sebagai berikut.

1. Bank Jago memiliki tahap-tahap perkembangan yang lengkap mulai dari:
 - a. operasional secara konvensional;
 - b. akuisisi oleh investor baru;
 - c. perubahan menjadi bank digital;
 - d. *right issue* tahap 1;
 - e. konsolidasi tahap 1;
 - f. *right issue* tahap 2;
 - g. konsolidasi tahap 2.
2. Bank Jago adalah contoh sukses transformasi melalui perubahan model bisnis dari bank konvensional kecil menjadi bank digital.

3. Bank Jago adalah contoh sukses kolaborasi yang saling menguatkan dalam ekosistem bisnis. Selain sistemnya menjadi digital, bergabungnya gojek pada *right issue* tahap 1 tidak dapat dipungkiri menjadi magnet sukses atas *right issue* tahap 2.
4. *Right issue* tahap 2 dianggap belanja modal yang sukses dan saat ini Bank Jago berfokus pada pengembangan bisnis dengan menggunakan dana hasil *right issue* tahap 2.

Permasalahan terbesar saat menganalisis saham berdasarkan laporan keuangan adalah, tidak tersedianya laporan keuangan tepat sesuai dengan periode pelaporan. Publikasi laporan keuangan, sebagaimana yang sering kita temukan bahwa laporan keuangan akan tersedia baik di Bursa Efek Indonesia maupun situs resmi perusahaan beberapa bulan setelah tanggal pelaporan. Kondisi ini akan menyebabkan seolah ada informasi asimetri antara laporan keuangan dengan dinamika harga saham. Untuk lebih detail mengamati apakah benar terjadi asimetri informasi, berikut ini disajikan data sesuai urutan waktu terjadinya (Tabel 4.1)

Tabel 4.1 Kejadian-kejadian Penting di Bank Jago dan Posisi Keuangan: 12 Februari 2019 sampai dengan 25 Februari 2022

Tgl	Catatan	Harga saham ARTO	Liabilitas	Ekuitas	Cash	Cash/ Asset	Leverage
12 Feb 2019	RUPS Perubahan Komisaris dan Direksi	137	549,114	115,559	60,703	9.13%	82.61%
29 Mar 2019	Q1 2019	124	569,405	109,532	53,878	7.94%	83.87%
6 Mei 2019	RUPS Lapkeu 2018	133	569,405	109,532	53,878	7.94%	83.87%
28 Jun 2019	Q2 2019	139	592,721	101,398	63,283	9.12%	85.39%
8 Aug 2019	Jerry Ng dan Patrick Sugito Walujo akuisisi 51% saham	158	592,721	101,398	63,283	9.12%	85.39%
23 Aug 2019	RUPS Pengambilalihan Saham dan Penambahan HMETD	688	592,721	101,398	63,283	9.12%	85.39%
29 Aug 2019	Diisukan akan masuknya Gojek	688	592,721	101,398	63,283	9.12%	85.39%
10 Sep 2019	RUPS Perubahan Komisaris dan Direksi	688	592,721	101,398	63,283	9.12%	85.39%
30 Sep 2019	Q3 2019	900	622,340	96,608	66,211	9.21%	86.56%
17 Okt 2019	Selesaikan Proses Akuisisi 51% ARTO di harga 395	2,181	622,340	96,608	66,211	9.21%	86.56%

Tgl	Catatan	Harga saham ARTO	Liabilitas	Ekuitas	Cash	Cash/ Asset	Leverage
27 Des 2019	Terima setoran awal 504,1 miliar dari Metamorfosis Ekosistem Indonesia (MEI)	2,297	622,340	96,608	66,211	9.21%	86.56%
30 Des 2019	Q4 2019, Terima setoran awal 178,75 milyar dari Wealth Track Technology Limited (WTT)	2,571	639,877	681,179	63,521	4.81%	48.44%
18 Mar 2020	Penetapan Right Issue oleh OJK	1,957	639,877	681,179	63,521	4.81%	48.44%
31 Mar 2020	Q1 2020	610	558,371	654,364	81,908	6.75%	46.04%
1 Apr 2020	Melakukan Right Issue dengan harga pelaksanaan Rp139	759	558,371	654,364	81,908	6.75%	46.04%
11 Jun 2020	Resmi berganti nama menjadi Bank Jago	983	558,371	654,364	81,908	6.75%	46.04%
30 Jun 2020	Q2 2020	1,468	434,802	1,271,761	39,484	2.31%	25.48%
30 Sep 2020	Q3 2020	2,355	511,120	1,215,967	336,915	19.51%	29.59%
5 Okt 2020	RUPSBL untuk right issue	2,322	511,120	1,215,967	336,915	19.51%	29.59%
18 Des 2020	Gojek Resmi Bergabung dengan 22% Saham	3,234	511,120	1,215,967	336,915	19.51%	29.59%
30 Des 2020	Q4 2020	3,566	947,540	1,232,333	447,506	20.53%	43.47%
26 Feb 2021	Right Issue Kedua dengan Harga Rp2.350,- dengan rasio 579/160	8,293	947,540	1,232,333	447,506	20.53%	43.47%
22 Mar 2021	GIC Gabung, PT MEI 29,81%, WTT 11,69%, Gojek 21,40%, GIC 9,12 %, publik 27,99%	10,000	947,540	1,232,333	447,506	20.53%	43.47%
31 Mar 2021	Q1 2021	9,725	1,101,071	8,142,600	7,294,830	78.92%	11.91%
15 Apr 2021	Meluncurkan Aplikasi Bank Digital	11,050	1,101,071	8,142,600	7,294,830	78.92%	11.91%
17 Mei 2021	Tokopedia Merger dengan Gojek	10,700	1,101,071	8,142,600	7,294,830	78.92%	11.91%
30 Jun 2021	Q2 2021	13,625	1,975,145	8,118,172	3,006,528	29.79%	19.57%
5 Jul 2021	Bibit Tumbuh Bersama Kolaborasi dengan Bank Jago	14,400	1,975,145	8,118,172	3,006,528	29.79%	19.57%
23 Sep 2021	Buka Unit Usaha Syariah	16,675	1,975,145	8,118,172	3,006,528	29.79%	19.57%

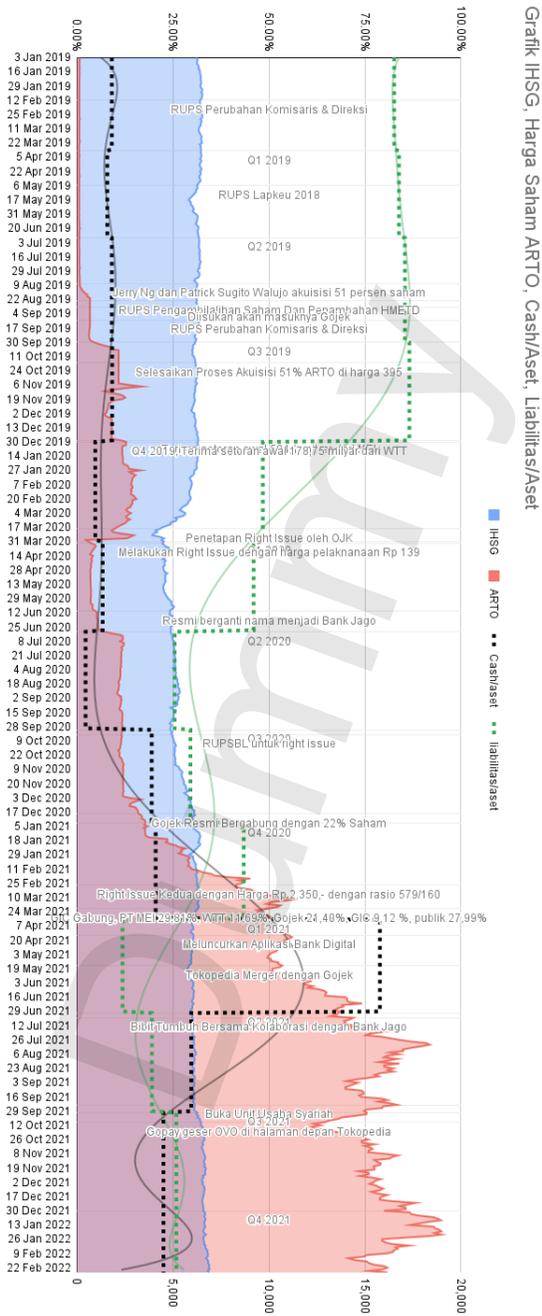
Tgl	Catatan	Harga saham ARTO	Liabilitas	Ekuitas	Cash	Cash/Asset	Leverage
30 Sep 2021	Q3 2021	15,100	2,845,504	8,132,751	2,478,563	22.58%	25.92%
8 Okt 2021	Gopay geser OVO di halaman depan Tokopedia	12,925	2,845,504	8,132,751	2,478,563	22.58%	25.92%
30 Des 2021	Q4 2021	16,000	2,845,504	8,132,751	2,478,563	22.58%	25.92%

Secara grafik, digambarkan bagaimana kejadian-kejadian penting tersebut memengaruhi harga saham (Gambar 4.1). Gambar 4.1 menganalisis pengaruh penambahan total aset yang diproksikan dengan rasio kas per total aset terhadap reaksi investor yang diproksikan dengan perubahan harga saham. Secara praktis dana kas masuk dari penambahan total aset tentu akan masuk sebagai kas dan setara kas, sebelum kemudian perusahaan membelanjakannya sebagai aset produktif dan/atau modal operasional.

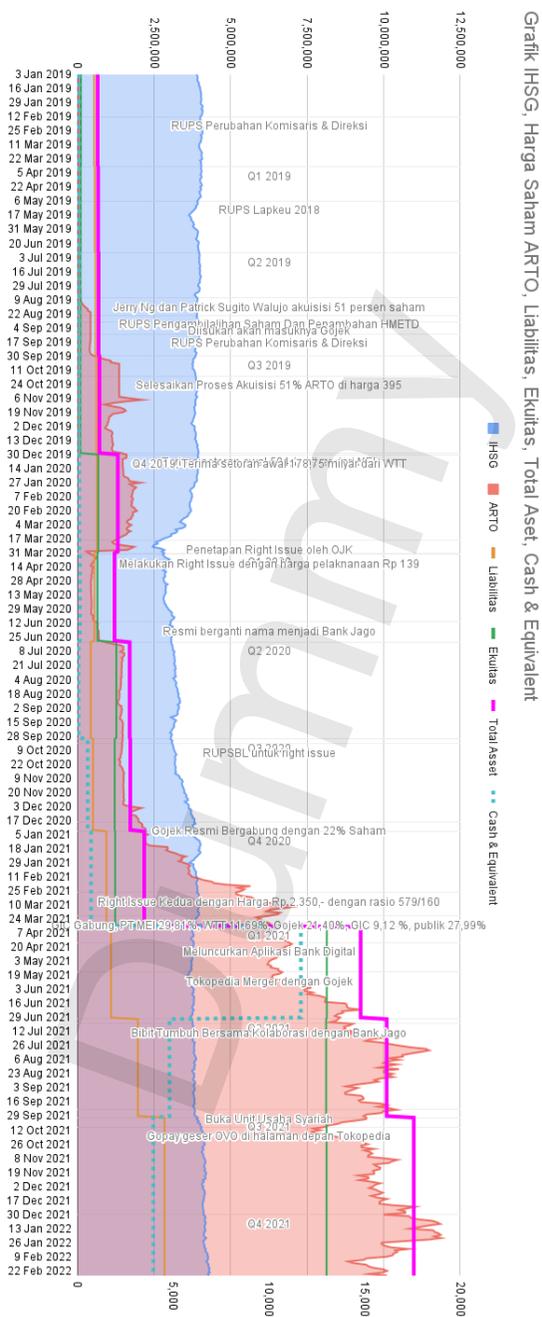
Sejak RUPS pergantian Dewan Komisaris dan Direksi tanggal 12 Feb 2019 sampai dengan pengumuman rencana akuisisi oleh Jerry Ng dan Patrick Sugito Walujo, praktis tidak ada perubahan total aset yang signifikan. Sehingga rasio Cash/Total Aset relatif stabil pada angka 7% sampai 9%.

Selanjutnya setelah proses penambahan modal terjadi terkait Proses IPO 1 dan IPO 2, terlihat grafik kas dan setara kas, liabilitas dan grafik rasio liabilitas dibagi total aset sangat dinamis. Terlihat perusahaan berusaha menurunkan kas dan setara kas sebagai total aset dan berusaha menaikkan rasio liabilitas per total aset dalam setiap peristiwa yang terjadi. Begitu juga, grafik saham sudah bergejolak mengikuti berita, walaupun perpindahan uang belum tercatat dalam laporan keuangan karena adanya jeda waktu antara eksekusi dan pencatatan.

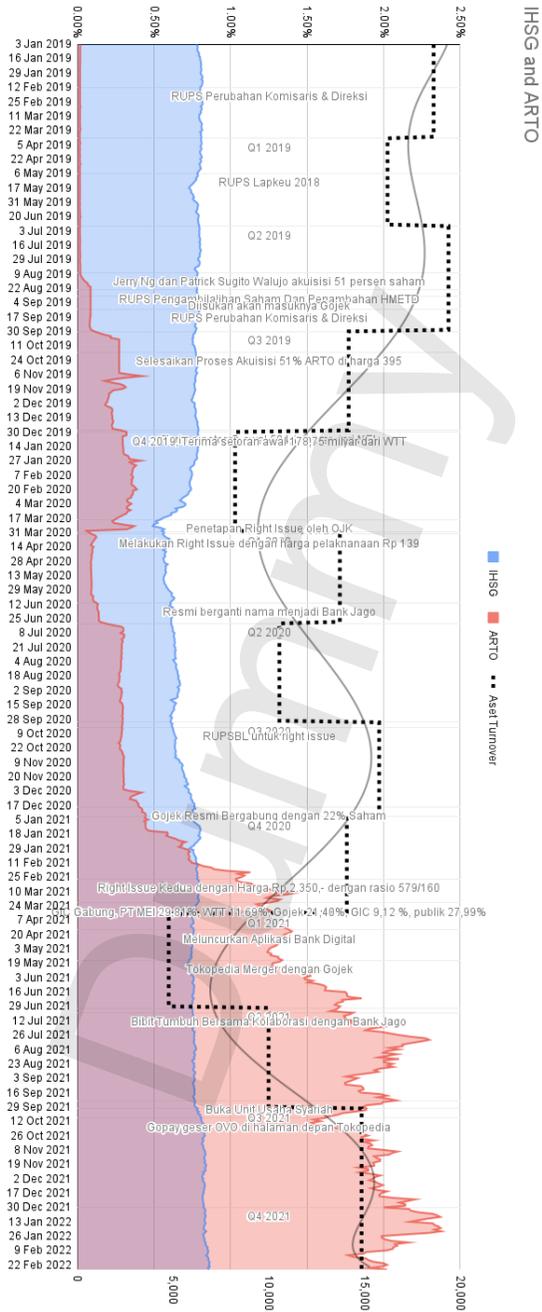
Timeline grafik ini jelas mengindikasikan bahwa gerakan saham lebih mengikuti rilis berita resmi di Bursa Efek Indonesia terkait aksi korporasi, dibandingkan dengan rilis laporan keuangan yang telah diaudit. Dalam situasi ini seolah terjadi informasi asimetri antara pergerakan harga saham dan kinerja perusahaan, tetapi sesungguhnya informasi asimetri hanya terjadi dalam waktu sesaat. Ketika *timeline* diperpanjang sampai durasi dua tahun (atau periode IPO) maka sebenarnya tidak terjadi informasi asimetri.



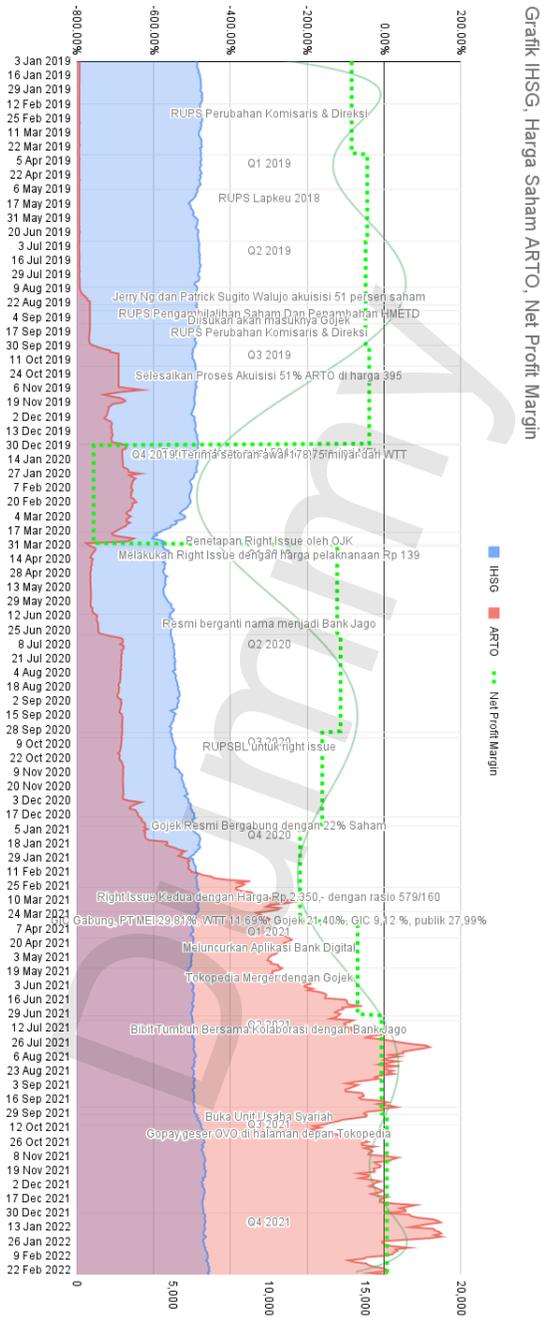
Gambar 4.1 IHSG, Harga Saham, Cash/Assets, Liabilities/Assets



Gambar 4.1 IHSQ, Harga Saham, Cash/Assets, Liabilities/Assets-lanjutan 1



Gambar 4.1 IHSG, Harga Saham, Cash/Assets, Liabilities/Assets-lanjutan 2



Gambar.4.1 IHSQ, Harga Saham, Cash/Assets, Liabilities/Assets-lanjutan 3

4.1 Analisis Harga Saham dan Kejadian-kejadian Penting

Berdasarkan rangkaian peristiwa yang disajikan pada Tabel 4.1, akan dilakukan analisis secara individual per peristiwa dengan pergerakan harga saham, sebagai berikut.

12 Feb 2019 RUPS Perubahan Komisaris dan Direksi

Pada tanggal tersebut terjadi perubahan terakhir Komisaris dan Direksi Bank Artos sebelum masuknya Jerry Ng dan Patrick Sugito Walujo. Perubahan dewan komisaris dan direksi perusahaan tidak berpengaruh signifikan terhadap harga saham. Harga saham masih *sideways* berada pada kisaran Rp136 sampai dengan Rp142. Rasio keuangan perusahaan pun masih tidak berubah secara signifikan, seperti liabilitas, ekuitas, kas dan setara kas, dan total aset.

29 Mar 2019 Q1 2019

Memasuki Triwulan kedua tahun 2019, harga saham masih tidak mengalami perubahan signifikan, demikian juga dengan indikator-indikator keuangan. Dari sisi laporan keuangan tidak terjadi perubahan signifikan terkait struktur modal dan operasional perusahaan. Tercatat cash/total assets sebesar 7,94% dibandingkan periode sebelumnya 9,13%. Leverage tercatat 83,87% dibandingkan periode sebelumnya 82,61%.

6 Mei 2019 RUPS Laporan Keuangan 2018

Dilakukan RUPS atas laporan tahunan, laporan pertanggungjawaban dewan direksi dan dewan komisaris kepada para pemegang saham. Harga saham tidak terjadi perubahan signifikan.

28 Juni 2019 Q2 2019

Menginjak Triwulan kedua tahun 2019 harga saham masih belum terlihat gerakan signifikan. Hal ini mengindikasikan bahwa kinerja normal bank Artos saat itu memang stagnan sehingga tidak menarik bagi investor retail untuk mengoleksi sahamnya.

8 Agustus 2019 Jerry Ng dan Patrick Sugito Walujo Mengakuisisi 51% Saham

Pernyataan resmi masuknya Jerry Ng dan Patrick Walujo untuk mengakuisisi 51% saham Bank Artos terjadi tanggal 8 Agustus 2019, tetapi sinyal aktivitas tersebut sudah terdeteksi sejak tanggal 25 Juli 2019 dengan kenaikan saham ke harga penutupan Rp165 dari penutupan sehari sebelumnya di harga Rp142. Hal ini berarti dalam sehari saham naik 16,2%. Walaupun sehari setelahnya saham turun menjadi Rp137. Ternyata, 14 hari sebelum pengumuman resmi yaitu tanggal 25 Juli, sebenarnya sudah ada rumor yang terdeteksi melalui *false signal*.

Pada hari pengumuman perubahan pemegang saham tanggal 8 Agustus 2019, Saham Bank Artos ditutup di harga Rp158 kemudian tanggal 21 Agustus 2019 saham Bank Artos terkena *suspend* oleh BEI pada saat harga menembus Rp688 atau naik 335% hanya dalam 13 hari.

23 Agustus 2019 RUPS Pengambilalihan Saham dan Penambahan Hak Memesan Efek Terlebih Dahulu (HMETD)

RUPS pengesahan pergantian saham pengendali dilakukan dalam suasana saham masih di *suspend* oleh BEI di harga Rp688.

29 Agustus 2019 Diisukan Gojek Akan Masuk

Ditengah *suspend* yang masih berlanjut, muncul rumor baru bahwa Gojek berencana masuk ke dalam bank Artos.

10 September 2019 RUPS Perubahan Dewan Komisaris dan Dewan Direksi

RUPS perubahan Dewan Komisaris dan Dewan Direksi sebagai konsekuensi perubahan pemegang saham, Saham Bank Artos masih di-*suspend* di harga Rp688. Suspend baru dilepas tanggal 17 September 2019 dengan harga penutupan turun di harga Rp684.

30 September 2019 Suspend Kedua

Sehari menjelang memasuki Triwulan 4, tahun 2019, saham Bank Artos naik memasuki teritori di atas Rp1.000. Saham Bank Artos kembali di-*suspend* pada tanggal 7 Oktober 2019 pada harga Rp2.181. Hal ini berarti, sejak *suspend* dibuka pada tanggal 17 September 2019, saham Bank Artos kembali naik secara signifikan, yaitu sebesar 219% hanya dalam tempo 20 hari.

17 Oktober 2019 Menyelesaikan Proses Akuisisi 51% ARTO pada Harga Rp395

Proses akuisisi dinyatakan lengkap dalam keadaan saham masih di *suspend* di harga Rp2.181. *Suspend* baru dibuka tanggal 6 November 2019, kemudian harga saham langsung naik dan ditutup pada hari yang sama di harga Rp2.720. Puncak kenaikan harga terjadi di tanggal 7 November 2019 yaitu Rp3.400. Tahap klimaks kenaikan harga saham ini sekaligus merupakan tahap koreksi teknikal. Tercatat saham ini sudah naik dari Rp142 pada tanggal 24 Juli 2019 menjadi Rp3.400 di tanggal 7 November 2019. Artinya harga saham sudah naik 2.294% hanya dalam waktu hanya 105 hari. Jadi koreksi menjadi terasa wajar karena banyak investor melakukan *profit taking*.

Koreksi dan penurunan terendah ada di harga Rp1.443 pada penutupan tanggal 3 Desember 2019. Artinya koreksi teknikal terjadi selama 16 hari sebesar total penurunan, yaitu 42,5%.

30 Desember 2019 Q4 2019

Perusahaan menerima setoran awal dari hasil *right issue* sebesar Rp504,1 miliar pada tanggal 27 Desember 2019. Kemudian tanggal 30 Desember 2019, perusahaan kembali menerima setoran serupa sebesar Rp178,75 miliar.

18 Maret 2020 Penetapan *Right Issue* di Harga Rp139

Selama penetapan *right issue* sampai penetapan harga teoretis, saham cenderung naik. Hal ini disebabkan sentimen positif dari *right issue* itu sendiri. Pada hari penetapan harga teoretis, saham ditutup pada harga Rp489 rupiah pada tanggal 30 Maret 2020.

31 Maret 2020 Q1 2020

Setelah penetapan harga teoretis, saham bergerak naik. Tapi cenderung *sideways* dan berhenti di harga Rp730 pada 4 Juni 2020. Rentang waktu yang cukup panjang hampir 3 bulan.

1 April 2020 Melakukan *Right Issue* dengan Harga Pelaksanaan Rp139

Perusahaan melakukan *right issue* sebagai bagian dari strategi perusahaan untuk menarik minat investor mendapatkan saham baru dengan

harga lebih murah dari harga pasar. Harga saham perusahaan yang mengumumkan akan *right issue* biasanya akan naik, karena investor melihat bahwa kapasitas sumber daya perusahaan akan naik, sehingga memberikan potensi kinerja yang lebih baik di masa depan.

11 Juni 2020 Resmi Berganti Nama Menjadi Bank Jago

Menjelang berganti nama, saham kembali naik dan menuju angka diatas Rp1000 sehari setelah pergantian nama.

30 Juni 2020 Q2 2020

Memasuki kuartal 3 Tahun 2020 saham bergerak naik di atas Rp2.000.

30 September 2020 Q3 2020

Memasuki Triwulan ke-4 tahun 2020 saham sudah nyaman di harga Rp2.300. Perhatikan bahwa ini adalah *sideways* dengan tren ke atas.

18 Desember 2020 Gojek Resmi Bergabung Kepemilikan dengan 22%

Bergabungnya Gojek membawa angin segar, harga mencapai Rp3.200.

30 Desember 2020 Q4 2020

Pada penutupan tahun 2020 saham Bank Jago ditutup di harga Rp3.234. Artinya sejak penetapan harga teoretis pada saat *right issue*, saham bank ini telah naik sebesar 561% dalam tempo 3 triwulan.

26 Februari 2021 Right Issue Kedua dengan Harga Rp2.350

Rasio right issue 579/160, yang berarti sesuai HMETD, setiap pemilik 579 lembar saham memiliki hak untuk membeli 160 lembar saham baru. Volume right issue yang kecil menyebabkan harga teoretis tidak banyak berubah.

22 Maret 2021 GIC Bergabung

Masuknya GIC membuat komposisi saham berubah MEI menjadi 29,81%, WTT menjadi 11,69%, Gojek 21,40%, GIC 9,12 %, dan publik 27,99%. Harga teoretis setelah *right issue* adalah Rp9.200 sehingga tidak terjadi perubahan harga yang signifikan, karena harga *cumulative date*, yaitu harga terakhir sebelum harga teoretis ditentukan ada di harga Rp11.100. Harga ditutup pada angka Rp10.000.

31 Maret 2021 Q1 2021

Dengan bergabungnya GIC maka ada aliran dana tambahan masuk. Tetapi saat memasuki Triwulan 2, harga saham masih tetap di harga Rp9.725.

15 Apr 2021 Meluncurkan Aplikasi Bank Digital

Peluncuran aplikasi Gojek membawa saham naik di harga Rp11.050, hal ini menunjukkan adanya sentimen positif terkait pengembangan ekosistem digital.

17 Mei 2021 Tokopedia Merger dengan Gojek

Berita merger yang dilakukan oleh Tokopedia dan Gojek tidak berpengaruh pada saham Bank Jago. Karena saham Bank Jago memang berada pada tahap *sideways*, di mana para investor besar berkonsolidasi setelah penambahan modal usaha sampai Rp8 triliun rupiah. Saham ditutup di harga Rp10.700.

30 Juni 2021 Q2 2021

Memasuki Triwulan 3 Tahun 2021, pelan tapi pasti harga saham naik menjadi Rp13.625, terdapat perbedaan bentuk grafik harga yang signifikan antara *right issue* 2019 dengan 2021. Di mana pada tahun 2021 tidak terlalu tinggi euforia pasar, pasar sudah tidak emosional, tetapi tetap masif permintaan atas saham tersebut. Hal ini membuktikan bahwa koreksi teknikal yang ada tidak terlalu kuat. Artinya harga saham masih sangat tinggi, (itu bisa dilihat dari PBV Bank Jago saat ini ada di kisaran 26 kali, dibandingkan dengan bank-bank konvensional lain yang saat itu secara rata rata hanya di bawah 7 kali.

5 Juli 2021 BIBIT, Perusahaan Sekuitas Baru Tumbuh Bersama Kolaborasi dengan Bank Jago

Kolaborasi yang terus bertambah, namun fase ini merupakan fase *sideways* dengan sudut kenaikan, karena pasar sudah tidak emosional lagi. Harga ditutup di Rp14.400.

23 September 2021 Buka Unit Usaha Syariah

Pengembangan terus dilakukan sehingga hampir tidak terasa koreksi teknikal paska *right issue*. Harga terus naik menjadi Rp16.675.

30 September 2021 Q3 2021

Memasuki Triwulan 4 Tahun 2021, saham ditutup di harga Rp15.100, lebih rendah dari harga sebelumnya, mengesankan adanya *asymmetric information*, tetapi sebenarnya ini proses *profit taking* yang wajar.

8 Oktober 2021 Gopay Menggeser OVO di Halaman Depan Tokopedia

Gopay yang jelas berafiliasi dengan Bank Jago, menjadi motor penahan koreksi yang terjadi saat harga saham turun di harga Rp12.925

30 Desember 2021 Q4 2021

Dipenutupan akhir tahun, harga kembali naik di angka Rp16.000 sebelumnya menyentuh angka Rp17.650 pada tanggal 23 Desember 2021. Tahun 2021 dianggap tahun terakhir Bank Jago melakukan proses penambahan modal melalui *right issue*. Selanjutnya perusahaan akan mulai mengoptimalkan kas yang ada, memperbesar perusahaan melalui liabilitas ataupun konsolidasi menurunkan kas dan setara kas yang masih cukup tinggi menjadi investasi yang lebih produktif.

4.2 Kesimpulan

- Jika ditarik rentang waktu antara RUPS pergantian Dewan Komisaris sebelum proses akuisisi (12 Februari 2019) sampai dengan 30 Desember 2021, maka total aset naik dari Rp665 miliar menjadi Rp10,97 triliun, atau naik 1650%. Sedangkan harga saham naik dari Rp137 menjadi Rp16.000, atau naik 11679%.
- Liabilitas perusahaan cenderung fluktuatif terkait dengan kenaikan total aset. Hal ini karena seiring naiknya ukuran perusahaan, maka liabilitas terkait transaksi pihak kedua dan ketiga juga naik.
- Kas dan setara kas, terlihat bahwa perusahaan aktif menekan kas dan setara kas untuk menginvestasikannya sebagai aset produktif.

Persentase kenaikan saham lebih tinggi dibandingkan kenaikan total aset hal ini karena pada fase pengembangan pasca *right issue*, perusahaan akan cenderung menaikkan liabilitasnya lebih besar untuk mengoptimalkan ekuitas yang ada, di samping mengefisiensikan kas dan setara kas perusahaan.



5

STUDI KASUS 2: ANALISIS BELANJA MODAL DARI PERSPEKTIF HARGA SAHAM PADA EMPAT SAHAM DENGAN KENAIKAN TERTINGGI SELAMA 6 BULAN SAMPAI 11 MARET 2022

Secara praktis, emiten-emiten yang sedang dalam proses restrukturisasi biasanya lebih terlambat dalam penyampaian laporan keuangan. Hal ini bisa dimengerti karena banyak item-item yang perlu dipastikan proses transaksi atau administrasi bisnisnya sehingga tanggal penyampaian laporan auditnya menjadi lebih lama dari biasanya. Dalam kondisi laporan keuangan terlambat, terkesan adanya informasi asimetri dalam jangka pendek karena adanya *time-lag* antara tanggal kejadian atau tanggal transaksi dengan tanggal publikasi laporan keuangan. Tetapi jika dilihat dalam rentang yang lebih lama, informasi asimetri tersebut sebenarnya tidak signifikan terjadi.

Menyikapi *time-lag* yang terjadi, maka rilis resmi terkait aksi korporasi, seperti penambahan aset baik melalui arus kas operasional, arus kas investasi, arus kas pembiayaan, *right issue*, penerbitan obligasi, pembiayaan pihak ketiga (perbankan) ataupun laba ditahan, bisa dijadikan acuan kuat terhadap perubahan total aset yang merupakan proksi dari belanja modal.

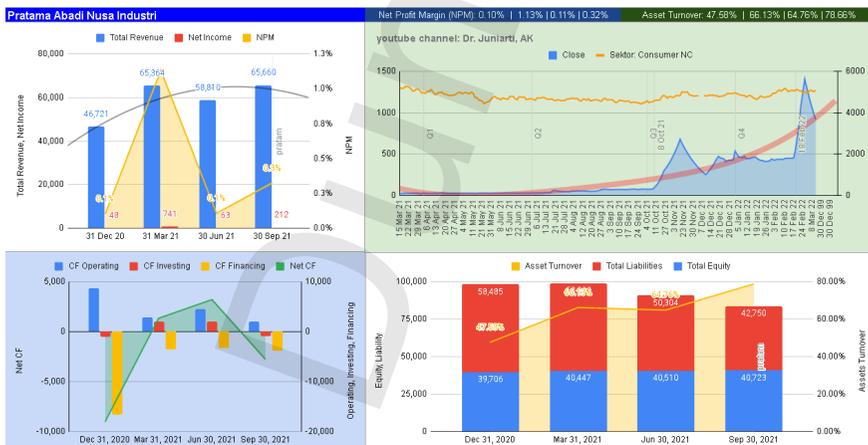
Berikut ini hasil analisis dampak perubahan total aset yang merupakan proksi dari belanja modal dan pengaruhnya terhadap harga saham.

5.1 Kasus A. PT Pratama Abadi Nusa Industri Tbk (IDX: PANI)

PANI awalnya adalah perusahaan pengalengan makanan. Pada 7 Oktober 2021 PANI diakuisisi oleh PT Multi Artha Pratama (MAP) yang merupakan anak usaha dari Agung Sedayu Group. Akuisisi sebesar 80% saham PANI dengan nilai Rp54,12 miliar.

Selanjutnya pada 17 Februari 2022 PANI mengumumkan rencana akuisisi dua anak usaha Agung Sedayu Group senilai Rp6,49 triliun. Sedangkan nilai bersih aset PANI per 8 Februari 2022 hanya Rp41,89 miliar. Untuk merealisasikan transaksi tersebut PANI berencana melakukan penambahan modal melalui *right issue*.

Melihat besarnya nilai pasar yang sedang dalam proses akuisisi, maka ada potensi kenaikan total aset yang luar biasa pada bisnis PANI ke depan. Secara teoretis peningkatan belanja modal akan memperbesar total aset yang akan dikuasai perusahaan dan hal ini berpotensi menyerap dana investor lebih besar. Apakah potensi tersebut akan tercermin dari kenaikan harga saham? Analisis berikut ini akan mengungkap reputasi belanja modal dan dampaknya pada harga saham.



Gambar 5.1 Profil Kinerja Keuangan PANI (Q4-2020 sampai Q3-2021)

Berdasarkan Gambar 5.1 akan diamati ketiga grafik yang ada, yaitu Grafik Revenue, Net Income dan Net Profit Margin; Grafik Arus Kas Operasional, Arus Kas Pembiayaan, Arus Kas Investasi; dan Grafik Ekuitas, Liabilitas dan Total Aset.

Grafik Revenue, Net Income, Net Profit Margin

Laporan keuangan sampai Q3 2021 ini sebenarnya merupakan kinerja perusahaan sebelum dilakukan akuisisi oleh Agung Sedayu Group. Jadi grafik revenue, net income dan net profit margin ini belum dapat digunakan untuk menganalisis kinerja perusahaan pasca-akuisisi.

Grafik Arus Kas Operasional, Arus Kas Pembiayaan, Arus Kas Investasi

Laporan keuangan sampai Q3 2021 ini sebenarnya merupakan kinerja perusahaan sebelum dilakukan akuisisi oleh Agung Sedayu Group. Jadi dalam hal grafik arus kas operasional, arus kas pembiayaan, arus kas investasi belum bisa dipakai untuk menganalisis kinerja perusahaan pasca akuisisi.

Grafik Ekuitas, Liabilitas dan Total Aset

Laporan keuangan sampai Q3 2021 ini sebenarnya merupakan kinerja perusahaan sebelum dilakukan akuisisi oleh Agung Sedayu Group. Jadi dalam hal grafik ekuitas, liabilitas dan total aset belum bisa dipakai untuk menganalisis kinerja perusahaan pasca-akuisisi.

5.1.1 Analisis Kinerja Keuangan PANI

1. Efisiensi Penggunaan Aset

Sesuai data laporan keuangan selama 4 Triwulan terakhir, asset turnover (ATO), berturut-turut 47,58%, 66,13%, 64,76% dan 78,66% masing-masing untuk Q3 tahun 2020, Q1 tahun 2021, Q2 tahun 2021, dan Q3 tahun 2021.

Laporan keuangan sampai dengan kuartal 3 tahun 2021 merupakan kinerja perusahaan sebelum diakuisisi oleh Agung Sedayu Group. Dalam kasus ini ATO tidak bisa dipakai sebagai indikator untuk mengukur kinerja perusahaan pasca-akuisisi.

2. Efisiensi Proses Produksi

Net Profit Margin (NPM) berada pada kisaran 10%-30% kecuali Q2-2021 sempat melonjak tinggi sebesar 1,13%, namun kembali angka-angka ini tidak bisa dipakai sebagai acuan untuk menilai kinerja perusahaan pasca-akuisisi.

3. Kinerja Laba

Laporan keuangan sampai Q3 2021 ini merupakan kinerja perusahaan sebelum dilakukan akuisisi oleh Agung Sedayu Group. Jadi dalam hal ini, Net Profit Margin (NPM), ini tidak dapat digunakan untuk menganalisis kinerja perusahaan pasca-akuisisi. Berturut-turut besaran net profit margin selama kuartal 4 triwulan terakhir adalah Q4-2020 sebesar 0,12%, Q1-2021 sebesar 1,83%, Q2-2021 sebesar 0,16% dan Q3-2021 naik menjadi 52%.

Data yang tersedia dari laporan keuangan ternyata masih sampai dengan kuartal 3 tahun 2021, sementara kebutuhan data adalah laporan keuangan kuartal 4 tahun 2021 yang diharapkan akan menginformasikan bagaimana kinerja perusahaan pasca-akuisisi. Selain itu *core* bisnis berubah pasca-akuisisi, sehingga laporan yang sekarang tersedia pun tidak dapat dikomparasikan.

5.1.2 Catatan Media Sebagai Keterbukaan Informasi

Untuk melengkapi kesenjangan informasi yang tersedia dengan informasi yang dibutuhkan, maka perlu dicari dari sumber-sumber lain yang kredibel, seperti catatan media masa. Menurut catatan yang ada, terjadi beberapa peristiwa berikut.

Jumat, 8 Oktober 2021

PT Multi Artha Pratama (MAP) mengakuisisi 80% saham PT Pratama Abadi Nusa Industri Tbk (PANI), senilai Rp54,12 miliar pada harga Rp165 per lembar saham. Pemegang saham PT MAP antara lain PT Agung Sedayu sebesar 50% dan PT Tunas Mekar Jaya sebesar 50%. Masuknya Agung Sedayu Group sebagai salah satu perusahaan besar di sektor properti tentu saja mengindikasikan akan ada perubahan signifikan atas PANI di masa depan, khususnya dari sisi total aset dan besaran bisnis perusahaan.

Dari proses akuisisi belum ada dana yang masuk ke PANI. Transaksi masih terjadi antara pemegang saham lama dan pemegang saham baru. Namun demikian, investor sudah memproyeksikan pertumbuhan perusahaan di masa depan. Hal ini ditandai dengan kenaikan harga saham karena tingginya permintaan investor atas saham PANI. Kenaikan

ini terjadi hanya dalam rentang 2 minggu, sebelum akhirnya terjadi koreksi saham, karena aksi *profit taking*.

Kenaikan yang tajam di mana harga saham naik dari harga Rp390 menjadi Rp2.730, tentu memicu aksi *profit taking*. Harga saham PANI naik hampir 600%. Hal ini mengindikasikan bahwa akuisisi menjadi alasan signifikan atas respons pasar yang biasanya akan ditindaklanjuti dengan aksi korporasi berikutnya.

Jumat 18 Februari 2022

Manajemen PANI mengumumkan akan melakukan *right issue* setara 96,97% dari saham semula. *Right issue* ini akan digunakan untuk mengakuisisi perusahaan properti seharga Rp6,49 triliun sedangkan pada saat itu, ekuitas perusahaan hanya sebesar Rp41,89 miliar.

Langkah *right issue* ini tentu saja dianggap oleh investor sebagai langkah serius dari pemegang saham pengendali untuk mulai memperbesar perusahaan. Hal ini membuat investor kembali melihatnya sebagai sinyal positif. Tercatat harga saham PANI kembali naik dari harga Rp1.810 menjadi Rp5.625, atau naik sekitar 210%. Rekor harga tertinggi baru terbentuk, sebelum kembali terkoreksi karena *profit taking*.

5.2 Kasus B. PT MNC Studios International (MSIN)

MSIN adalah perusahaan yang bergerak di bidang media. Melalui anak perusahaannya perusahaan ini melakukan bisnis media secara terintegrasi. MSIN dimiliki oleh MNCN (perusahaan terbuka) sebesar 72,57% dan sisanya 14,42% dimiliki publik, di mana beberapa perusahaan yang terafiliasi dengan MNC Grup sedang dalam proses restrukturisasi grup. Hal ini berpotensi menaikkan *size* perusahaan secara instan, karena beberapa perusahaan yang sebelumnya masuk sebagai anak usaha MNCN digeser kepemilikannya menjadi di bawah MSIN.

Dengan kepemilikan saham masyarakat hanya 14,42% pemegang saham pengendali lebih mudah dalam melakukan restrukturisasi Grup Media ini. Sehingga proses akuisisi perusahaan-perusahaan yang sebelumnya di bawah MNCN bisa menjadi lancar dan efektif meningkatkan sinergi perusahaan, khususnya dalam bentuk aplikasi digital.

Secara bisnis perusahaan ini terlihat siap dengan digitalisasi media yang terintegrasi dengan Vision+ nya. Sinergi ini sangat penting untuk menciptakan ekosistem yang besar, yang tidak saja mencakup media, tetapi juga keuangan, hiburan, properti dan lainnya dalam Grup besar MNC.



Gambar 5.2 Profil Kinerja Keuangan MSIN, Q4 2020 sampai Q3 2021

Berdasarkan Gambar 5.2 akan diamati ketiga grafik yang ada, yaitu Grafik Revenue, Net Income, Net Profit Margin; Grafik Arus Kas Operasional, Arus Kas Pembiayaan, Arus Kas Investasi; dan Grafik Ekuitas, Liabilitas, dan Total Aset, sebagai berikut.

Grafik A: Revenue, Net Income, Net Profit Margin

Revenue perusahaan relatif datar, begitu juga net profitnya relatif tidak banyak berubah selama Q4 2020 sampai Q3 2021. Net Income yang tinggi akan menyebabkan ekuitas naik signifikan karena adanya porsi laba ditahan. Pengelolaan arus kas yang dinamis juga menghasilkan kenaikan ekuitas.

Grafik B: Arus Kas Operasional, Arus Kas Pembiayaan, Arus Kas Investasi

Arus kas operasional, finansial dan investasi semua menunjukkan grafik yang dinamis dalam jumlah signifikan. Artinya perusahaan ini memang terlihat sangat kuat melakukan restrukturisasi model bisnisnya melalui penyesuaian arus kas.

Arus kas pembiayaan terlihat meningkat tajam pada Q2 2021. Hal ini sebenarnya wajar di tengah kenaikan ekuitas untuk menjaga rasio leverage cukup sehat bagi manajemen.

Arus Kas Investasi, terjadi *private placement* pada Q1 2021, juga terjadi konsolidasi laba ditahan sehingga ekuitas terlihat naik signifikan pada Q1 2021. Pengelolaan arus kas ala Hary Tanoe yang terbukti mampu menaikkan nilai bersih perusahaan.

Arus kas operasi dan finansial masing-masing bisa mencapai 10% dari total aset dalam satu triwulan, menjelaskan bahwa perusahaan ini berhasil mengelola arus kas dengan baik.

Grafik C: Ekuitas, Liabilitas dan Total Aset

Ekuitas perusahaan naik pada Q1 2021 sebagai akibat akumulasi *net income* dan *private placement*. Liabilitas perusahaan relatif stabil, walaupun di arus kas pembiayaan terlihat dinamis. Total aset perusahaan meningkat signifikan pada Q1 2021.

5.2.1 Analisis Kinerja Keuangan MSIN

1. Efisiensi Penggunaan Aset dalam 4 triwulan terakhir per triwulan Asset Turnover berturut-turut sejak Q4 tahun 2020 sampai Q3 tahun 2021 adalah 15,01%, 15,63%, 14,92% dan 10,41%. Secara pengelolaan aset untuk menghasilkan revenue, cukup moderat. Dengan nilai rata-rata dalam interval 10% sampai 15%, nilai ini dianggap cukup stabil. Secara pengelolaan aset tidak banyak berfluktuasi walaupun di Q3 tahun 2021 memang menunjukkan penurunan.
2. Efisiensi Proses Produksi dalam 4 triwulan terakhir per triwulan Net Profit Margin (NPM) selama 4 triwulan terakhir yang dimulai dari Q4 tahun 2020 sampai Q3 tahun 2021 adalah 12,34%, 15,64%, 15,64% dan 17,42%. Kinerja biaya proses produksi membaik secara stabil dari angka 12% di Q4 2020 menjadi di atas 17% di Q3 2021. Tetapi perubahan ini tidak signifikan jika melihat revenue yang fluktuatif. Tampaknya, membaiknya NPM lebih disebabkan dinamika arus kasnya.
3. Profit dihasilkan berdasarkan nilai bersih perusahaan dalam 4 triwulan terakhir per triwulan

Nilai Return on Investment (ROI) perusahaan naik signifikan dari 4,78% di Q4 tahun 2020 menjadi 19,61% di Q3 tahun 2021. Sekali lagi jika melihat operasionalnya, kenaikan ROI ini tidak dominan dikontribusi oleh kinerja operasional perusahaan. Dalam hal ini terlihat bahwa nilai ROI dalam 4 triwulan melonjak cukup tinggi. Hal ini mengonfirmasi bahwa perbaikan kinerja tidak dipicu oleh perubahan revenue perusahaan.

Berdasarkan analisis di atas, saham perusahaan MSIN ini menjadi paling responsif terhadap kenaikan harga saham. Hal ini disebabkan oleh:

1. Operasional perusahaan relatif stabil baik dari sisi revenue maupun *net income*.
2. Grafik arus kas sangat dinamis ditambah dengan *private placement*, tetapi cenderung membingungkan. Oleh sebab itu, investor terlihat menunggu walaupun ekuitas perusahaan naik signifikan di Q1 2021 tetapi tidak diikuti kenaikan harga saham selama Q2 dan Q3 2021.
3. MSIN adalah contoh perusahaan di mana restrukturisasi kepemilikan terkait kolaborasi bisnis grup sering dilakukan. Hal ini menyebabkan harga saham seolah tidak sinkron dengan ukuran perusahaan dan peningkatan modal bersih. Secara implisit terlihat bahwa investor kelihatan menunggu aksi korporasi berikutnya.

5.2.2 Catatan Media Massa Sebagai Keterbukaan Informasi

Untuk melengkapi analisis kinerja keuangan perusahaan, berikut ini disajikan tambahan informasi yang menunjukkan rekaman peristiwa penting yang dicatat oleh media, sebagai berikut.

Kamis, 17 Juni 2021

MSIN mendapat hak atas Game Rapid Fire buatan Lightning VR Korea Selatan. Tidak jelas disebut nilainya tetapi kolaborasi ini dianggap positif, sebagai langkah MSIN memperkuat jaringan bisnisnya. Respons positif ini bisa dilihat dari kenaikan harga saham dari Rp298 menjadi Rp555, atau naik sekitar 86% dalam kurun waktu sekitar 2 minggu.

Jumat 3 Desember 2021

Konsolidasi Asset dengan masuknya RCTI+ Super App VODD, Vision+ menjadi perusahaan hiburan digital terintegrasi. Konsolidasi juga terjadi pada anak perusahaan yang sebelumnya di bawah MNCN, sekarang ditaruh sebagai anak usaha langsung dari MSIN. Dari sisi aset perusahaan tentu saja konsolidasi ini menimbulkan potensi kenaikan total aset yang luar biasa.

Respons investor yang seolah terlihat cepat atas konsolidasi anak perusahaan, sebenarnya juga akumulasi *private placement* sebelumnya, yang tidak mendapat sambutan positif ketika terjadi di bulan Februari 2021.

Jika dilihat terpisah-pisah sepertinya penambahan total aset tidak selalu simetris dengan kenaikan harga saham. Seolah terjadi informasi asimetri antara saham dan total aset. Tetapi pada akhirnya investor terlihat merespons belanja modal melalui kenaikan total aset tersebut.

Pada dasarnya investor memang cenderung skeptis dan menilai saham di bawah *performance*-nya. Tetapi ketika belanja modal terkonfirmasi dengan aksi korporasi lanjutan maka investor berbalik dengan berekspektasi tinggi bahkan cenderung lebih tinggi dari yang seharusnya. Fase *over expectation* ini terjadi karena faktor psikologis pasar di mana investor retail biasanya mengidap FOMO untuk ikut-ikutan membeli saham yang sudah terlalu mahal.

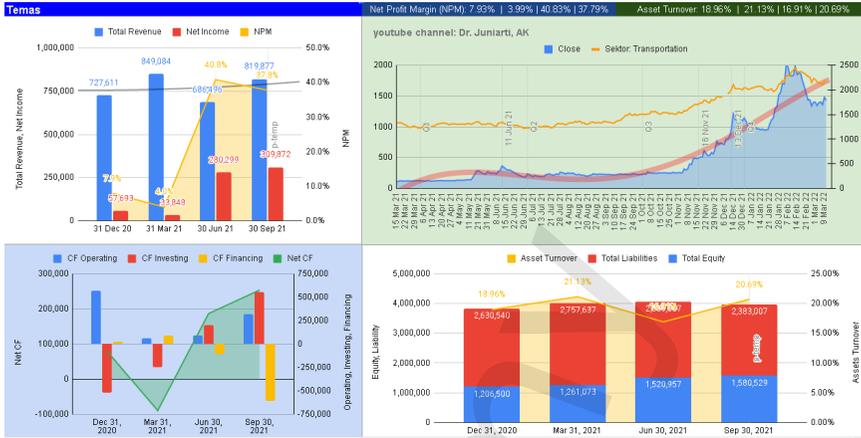
5.3 Kasus C. TMAS

TMAS adalah perusahaan pelayaran di mana anak perusahaannya banyak berbisnis dalam angkutan pelayaran, penumpang, pelayaran peti kemas sampai dengan manajemen perkapalan.

Sebesar 80,84% sahamnya dimiliki oleh PT Temas Lestari, sedangkan 19,16% dimiliki oleh masyarakat. Secara manajemen jelas PT Temas Lestari menjadi pemegang saham pengendali yang kuat. Hal ini menyebabkan manajemen bisa lebih lincah dalam mengambil keputusan.

Secara bisnis perusahaan ini sedang dalam tahap prospek bagus seiring menggeliatnya ekonomi Indonesia dan global. Perusahaan mendistribusikan dividen Rp125 miliar pada 10 Januari 2022. Pembagian

dividen ini merupakan sinyal kepada publik bahwa perusahaan dalam fase yang positif.



Gambar 5.3 Profil Kinerja Keuangan TMAS, Q4 2020 sampai Q3 2021

Berdasarkan Gambar 5.3 akan diamati ketiga grafik yang ada, yaitu Grafik Revenue, Net Income, Net Profit Margin; Grafik Arus Kas Operasional, Arus Kas Pembiayaan, Arus Kas Investasi; dan Grafik Ekuitas, Liabilitas dan Total Aset, sebagai berikut.

Grafik A: Revenue, Net Income, Net Profit Margin

Revenue perusahaan relatif datar, tetapi net profitnya naik secara signifikan selama Q2 tahun 2021 dan Q3 tahun 2021. Hal ini menunjukkan bahwa kenaikan net income tidak disebabkan oleh arus kas operasional, tetapi oleh arus kas lainnya.

Grafik B: Arus Kas Operasional, Arus Kas Pembiayaan, Arus Kas Investasi

Arus Kas Operasional cukup stabil, hal ini menunjukkan bahwa operasional perusahaan tidak mengalami perubahan yang signifikan baik dalam penerimaan dan pembayaran.

Arus Kas Pembiayaan, terlihat bahwa pada Q3 tahun 2021 terdapat utang jatuh tempo yang cukup besar sehingga arus kas pembiayaannya negatif cukup dalam dibandingkan triwulan sebelumnya.

Arus Kas Investasi: Terlihat di Q4 tahun 2020 dan Q1 tahun 2021 perusahaan aktif menambah investasi. Kemudian di Q2 dan Q3 tahun 2021 terlihat bahwa investasi tersebut dilepas sehingga Arus Kas Bersihnya terlihat meningkat.

Dari grafik arus kas terlihat bahwa arus kas investasi menyebabkan kenaikan laba bersih perusahaan.

Grafik C: Ekuitas, Liabilitas dan Total Aset

Ekuitas perusahaan naik pada Q2 dan Q3 tahun 2021 sebagai akibat akumulasi net income. Liabilitas perusahaan turun cukup tinggi akibat dari pembayaran utang jatuh tempo yang terdeteksi dari arus kas pembiayaan di Q3 tahun 2021.

5.3.1 Analisis Laporan Keuangan

1. Efisiensi Penggunaan Aset dalam 4 triwulan terakhir per triwulan Asset Turnover selama 4 triwulan yang dimulai dari Q4 tahun 2020 sampai Q3 tahun 2021, berturut-turut 18,96%, 21,13%, 16,91% dan 20,69%. Secara pengelolaan aset untuk menghasilkan revenue di perusahaan pelayaran ini cukup moderat. Dengan nilai rata-rata di atas 20% per triwulan, maka pengelolaan aset cukup berhasil untuk menghasilkan revenue.
2. Efisiensi Proses Produksi dalam 4 triwulan terakhir per triwulan Net Profit Margin (NPM) perusahaan selama Q4 tahun 2020 sampai Q3 tahun 2021, sebagai berikut: 7,93%, 3,99%, 40,83% dan 37,79%. Dari sisi biaya proses produksi menunjukkan kinerja yang membaik sangat signifikan, khususnya dalam 2 triwulan terakhir, di mana nilai NPM 40,83% dan 37,70%. Hal ini mengindikasikan perusahaan mampu mendapatkan margin profit di atas sepertiga persen dari revenue yang ada.
3. Profit dihasilkan berdasarkan nilai bersih perusahaan dalam 4 triwulan terakhir per triwulan Return on Assets selama 4 triwulan terakhir yang dimulai dari Q4 tahun 2020 sampai Q3 tahun 2021 sebagai berikut: 4,78%, 2,68%, 18,43% dan 19,61%. ROI perusahaan naik seiring membaiknya margin laba bersih. Dalam hal ini terlihat bahwa nilai ROI dalam 4 triwulan terakhir searah dengan meningkatnya laba bersih.

Saham perusahaan TMAS paling responsif terhadap kenaikan harga saham. Hal ini disebabkan oleh beberapa hal berikut.

1. Operasional perusahaan relatif stabil.
2. Perusahaan cukup aktif dalam mengelola aset investasinya. Hal ini terlihat bahwa arus kas investasi terlihat dominan memengaruhi net income perusahaan.
3. Dalam Catatan Media terungkap bahwa arus kas investasi yang dinamis disebabkan oleh transaksi terafiliasi dengan anak perusahaan terkait pengadaan armada pelayaran.
4. TMAS adalah contoh perusahaan di mana revenuena relatif stabil tetapi perusahaan menyiasatinya dengan arus kas investasi yang tepat untuk memperbesar size perusahaan. Perusahaan pelayaran adalah jenis bisnis yang regulasi operasionalnya cukup memakan waktu yang lama.

5.3.2 Catatan Media Sebagai Keterbukaan Informasi

Untuk melengkapi analisis kinerja keuangan perusahaan, berikut ini disajikan tambahan informasi yang menunjukkan rekaman peristiwa penting yang dicatat oleh media, sebagai berikut.

Jumat, 11 Juni 2021

Temas Line memperbesar kapasitasnya dengan membeli sebanyak 13 kapal baru tahun 2021, perseroan juga menetapkan pembagian dividen dengan total mencapai Rp250 miliar. Transaksi ini terekam dalam laporan keuangan Q2 tahun 2021.

Rencana belanja modal ini tidak terlalu direspons oleh investor. Hal ini karena rencana pengeluaran modal tersebut dianggap biasa saja, investor lebih membutuhkan hal yang lebih konkret seperti realisasi transaksi pengeluaran modal. Karena rencana bisa saja tidak direalisasikan.

Selasa, 16 November 2021

Temas Line menjual delapan unit kapal dengan harga Rp686,40 miliar kepada PT Temas Shipping (PT TS), anak usaha perseroan dengan kepemilikan saham 99,85%. Transaksi ini tercatat dalam laporan



keuangan Q4 tahun 2021. Tetapi saat buku ini ditulis laporan keuangan resmi Q4 tahun 2021 belum diterbitkan.

Transaksi ini direspons positif oleh investor, bahkan harga saham sudah naik sebelum rilis berita resmi. Transaksi besar yang bocor ke publik sebelum rilis resmi memang sering kali terjadi. Hal ini karena transaksi besar selalu melibatkan banyak pihak sehingga mudah bocor ke publik. Tercatat saham naik dari harga Rp372 menjadi Rp1.515 atau naik 307%.

Transaksi ini belum terlihat di laporan keuangan, karena transaksi terjadi di pertengahan triwulan keempat tahun 2021, sedangkan perusahaan belum merilis laporan tahunan 2021.

Senin, 13 Des 2021

TMAS melakukan transaksi afiliasi Rp25 miliar dengan Anak Usaha. Sebenarnya ini adalah berita positif karena mengonfirmasi konsolidasi sebelumnya terkait anak perusahaan. Tetapi kejadiannya terkait dengan harga yang sedang *peak* yang rentan terkena koreksi teknikal. Akibatnya bisa dilihat bahwa harga justru turun dari Rp1.515 menjadi Rp1.190, sebelum akhirnya kembali naik ke Rp2.470.

Dari sini bahwa terlihat bahwa investor melakukan *extrapolasi* kinerja perusahaan berdasarkan berita media sebagai alat keterbukaan informasi walaupun laporan keuangannya belum terbit. Hal ini pula yang sering dianggap sumber informasi asimetri, karena keterlambatan rilis laporan keuangan, investor berpatokan pada aksi korporasi yang memang sudah tervalidasi kebenarannya, seperti pembelian aset, penambahan penyertaan modal, liabilitas, dan lainnya.

5.4 Kasus D. Sumber Global Energi (SGER)

SGER adalah perusahaan di sektor Energi khususnya dalam pertambangan Batubara. Pada periode penelitian ini sektor energi sedang mengalami kenaikan tinggi. Hal ini disebabkan karena mulai pulihnya ekonomi khususnya transportasi dan industri yang menyebabkan pemakaian energi secara global naik. Pada Maret 2022 juga ditandai dengan Perang Rusia Ukraina yang dianggap akan mengganggu pasokan Gas Rusia ke Eropa Barat.



Gambar 5.4 Profil-profil Kinerja Keuangan SGER, Q4 2020 sampai Q3 2021

Grafik A: Revenue, Net Income, Net Profit Margin

Revenue perusahaan naik cukup tajam, artinya perusahaan mampu mengoptimalkan kenaikan permintaan batubara internasional dalam bentuk kenaikan revenue. Kenaikan revenue diiringi dengan kenaikan Net Profit Margin, artinya perusahaan mampu menjaga biaya produksi per ton tidak ikut naik signifikan di saat harga jual produksi naik.

Grafik B: Arus Kas Operasional, Arus Kas Pembiayaan, Arus Kas Investasi

Arus Kas Operasional sangat dinamis, ini menunjukkan bahwa perusahaan sangat gesit dalam menjalankan transaksi hariannya terkait penerimaan dan pembayaran kewajiban perusahaan.

Arus Kas Pembiayaan dalam teritori positif, ini menunjukkan bahwa untuk menaikkan kapasitas produksi, perusahaan tidak saja bergantung pada sumber daya perusahaan dalam bentuk laba ditahan, tetapi juga gesit mengandalkan pembiayaan dari perbankan.

Arus Kas Investasi: Perusahaan aktif menambah investasi aset tetap dalam jumlah moderat dibandingkan Arus Kas Operasional. Ini menunjukkan bahwa dalam usaha meningkatkan kapasitas produksi, perusahaan tetap berhati-hati dalam hal investasi aset tetap. Hal ini cukup baik untuk mengantisipasi ketika *peak* permintaan tercapai

dan mulai menurun perusahaan tidak terbebani oleh depresiasi aset tetapnya.

Grafik C: Ekuitas, Liabilitas dan Total Aset

Ekuitas perusahaan relatif datar, hal ini disebabkan perusahaan memang tidak melakukan penambahan modal inti, jadi perubahan ekuitas hanya dipengaruhi oleh laba ditahan. Dari sisi liabilitas, perusahaan sangat dinamis. Perubahan dinamis liabilitas ini sebenarnya implikasi dari arus kas yang dinamis.

5.4.1 Analisis Laporan Keuangan

1. Efisiensi Penggunaan Aset dalam 4 triwulan terakhir per triwulan Asset Turnover selama 4 triwulan terakhir mulai Q4 tahun 2020 sampai Q3 tahun 2021, berturut-turut 109,51%, 46,50%, 117,04% dan 106,51%. Pengelolaan aset untuk menghasilkan revenue sangat bagus. Dengan nilai rata-rata di atas 100%. Strategi pengelolaan aset sangat berhasil untuk menghasilkan revenue.
2. Efisiensi Proses Produksi dalam 4 triwulan terakhir per triwulan Net Profit Margin (NPM) selama 4 triwulan terakhir mulai Q4 tahun 2020 sampai Q3 tahun 2021, sebagai berikut -0,62%, 1,45%, 3,18% dan 4,10%. Kinerja biaya proses produksi kinerjanya tergolong kurang bagus karena margin laba yang dihasilkan hanya di bawah 5% dibandingkan revenue yang ada. Perusahaan perlu menekan biaya produksi atau menggeser pada produk atau lokasi tambang yang lebih murah biaya produksinya
3. Profit dihasilkan berdasarkan nilai bersih perusahaan dalam 4 triwulan terakhir per triwulan Return on Assets (ROA) selama 4 triwulan terakhir mulai Q4 tahun 2020 sampai Q3 tahun 2021 berturut-turut -2,09%, 2,40%, 9,59% dan 15,28%. Nilai ROA perusahaan naik seiring membaiknya harga energi global.

Dari ketiga indikator tersebut, secara empiris menunjukkan bahwa perusahaan banyak memakai jasa *outsourcing* untuk mengatasi keterbatasan kepemilikan aset produksi. Sehingga walaupun pengelolaan

asetnya tergolong sangat bagus, tetapi margin profitnya menjadi kecil karena harus dibagi keuntungannya dengan jasa *outsourcing*.

Kelebihan strategi ini bahwa volume produksi menjadi relatif mudah dinaikkan tanpa harus banyak tergantung pada kepemilikan aset sendiri. Sedangkan kekurangannya adalah biaya produksi yang relatif tinggi dibandingkan perusahaan sejenis.

Saham perusahaan ini menjadi paling responsif terhadap kenaikan harga saham. Hal ini disebabkan oleh:

1. Perusahaan tidak mengandalkan aset sendiri dalam proses produksi.
2. Biaya produksi relatif stabil, sehingga kenaikan harga jual langsung berdampak signifikan terhadap ROI perusahaan.
3. Arus Kas Perusahaan sangat dinamis dan mengandalkan pembiayaan dari liabilitas untuk menaikkan volume produksi. Hal ini karena rasio leveragenya masih rendah sehingga pembiayaan dari sisi liabilitas relatif lebih mudah.
4. SGER adalah contoh perusahaan yang margin profitnya lebih banyak ditentukan oleh harga komoditas global yang sangat fluktuatif. Dalam hal penambahan aset untuk menaikkan volume produksi, perusahaan menjadi lebih fleksibel jika menjaga leveragenya cukup rendah.

5.4.2 Catatan Media Sebagai Keterbukaan Informasi

Beberapa peristiwa penting yang telah didokumentasikan oleh media, merupakan sumber informasi penting yang dapat melengkapi laporan keuangan yang tersedianya hanya secara periodik. Beberapa rekaman peristiwa penting yang dicatat oleh media, sebagai berikut.

Rabu, 2 Juni 2021

Laporan tahunan 2020 baru dirilis, dengan pendapatan mencapai Rp2,04 triliun. Aset turnover dalam triwulan 2021 juga tercatat tinggi yaitu 109,51% pada triwulan 4 tahun 2020.

Secara grafik harga saham, laporan keuangan 2020 yang baru dirilis, hampir tidak terpengaruh pada harga saham. Harga saham masih berkisar di harga Rp280 sampai Rp304. Hal ini karena kinerja perusahaan di bidang komoditas internasional memang sangat

dipengaruhi oleh harga jual internasional. Faktor kinerja historis hampir tidak berpengaruh. Karena kinerja perusahaan akan sangat dipengaruhi oleh fluktuasi harga jual yang berimbas pada margin profit produksi dan pada akhirnya sangat berpengaruh pada net income perusahaan.

Di sisi lain, efisiensi produksi yang tercermin dalam Asset Turnover, memengaruhi preferensi investor dalam memilih perusahaan yang diuntungkan oleh kenaikan harga jual. Hal ini tercermin dalam saham SGER yang mengalami kenaikan harga saham tertinggi di antara emiten batubara karena Asset Turnovernya rata-rata di atas 100% per triwulan.

Selasa, 22 Juni 2021

Minyak WTI naik di atas 75\$ untuk pertama kali sejak pandemi Covid-19.

Kenaikan harga minyak dunia terkesan direspons lambat oleh investor perusahaan batubara. Hal ini wajar karena selalu ada keraguan dalam bentuk koreksi teknikal setelah harga mencapai rekor tertinggi. Walaupun demikian saham tetap naik walaupun lambat di awal. Tercatat pada 22 Juni 2021 saham SGER ada di harga Rp284 kemudian tanggal 22 September 2021 naik menjadi Rp590, atau naik sebesar 108%.

Kamis, 23 Sep 2021

Harga minyak WTI untuk kedua kali kembali menyentuh angka di atas \$75, pada kenaikan kedua ini saham SGER baru merespons lebih kuat.

Kenaikan harga minyak untuk yang kedua kali dalam tempo 4 bulan menunjukkan bahwa permintaan energi global memang meningkat secara fundamental. Tercatat harga saham SGER pada 23 September 2021 di harga Rp590 kemudian pada 27 Januari 2022 mencapai puncaknya di harga Rp1.825 atau naik sebesar 207% dalam tempo 4 bulan. Kenaikan tidak secara garis lurus tetapi lebih mendekati grafik logaritmik dan *Elliot Wave*. Kenaikan kuat dalam jangka waktu triwulan memang sering kali menunjukkan efek *Elliot Wave* sebagai gambaran psikologis pasar dalam menyikapi kenaikan permintaan yang kuat.

Kesimpulan

- Dari keempat contoh di atas dapat disimpulkan bahwa ada korelasi yang kuat antara kenaikan total aset dengan kenaikan harga saham yang signifikan.
- Analisis dilakukan secara individual, karena sifat aksi korporasi sebenarnya juga sangat individual sehingga dampaknya akan selalu mengarah pada simpangan dari sebuah grafik normalitas.
- Kenaikan total aset yang signifikan sebagian besar tidak disebabkan oleh arus kas operasional dalam hal ini laba ditahan. Tetapi lebih berupa kombinasi antara arus kas pembiayaan dan arus kas investasi.
- Pasar lebih melihat potensi di masa depan, dalam hal ini penambahan total aset yang dipublikasikan dibandingkan dengan kinerja saat proses restrukturisasi atau perubahan.
- Rilis resmi terkait potensi perubahan total aset menjadi trigger kuat bagi perubahan harga saham yang signifikan.



STUDI PENGARUH REPUTASI PENGELUARAN MODAL DAN RESPONS INVESTOR

6.1 Pengantar

Walaupun bukan merupakan kajian baru di bidang akuntansi atau keuangan, upaya perusahaan memperoleh persepsi positif investor tetap menjadi topik menarik untuk diteliti. Perusahaan dewasa ini dipaksa untuk memiliki kebiasaan melakukan investasi karena adanya daur hidup produk serta tren dalam masyarakat (Hasan dan Habib, 2017). Faktor lain yang mendorong perusahaan untuk melakukan investasi adalah kebutuhan untuk melakukan perubahan, baik dari segi organisasi, tata kelola, maupun pertumbuhan. Kebutuhan untuk investasi tersebut kemudian membuat perusahaan harus melakukan manajemen atas arus kas sehingga perusahaan tidak kehilangan kesempatan untuk terus bertumbuh dan eksis dalam persaingan bisnis, sesuai dengan perkembangan dunia usaha.

Dalam beberapa kajian penelitian sebelumnya, fokus investor pada kinerja jangka pendek perusahaan (*yang tercermin melalui income statement*) masih menjadi gambaran umum pasar modal. *Capital expenditure* (pengeluaran modal) maupun *R&D expenditure* (pengeluaran untuk penelitian dan pengembangan atau litbang) dalam sebuah proyek investasi, belum memberikan pengaruh atas kinerja keuangan;

karena dalam rangka melakukan investasi, tingkat pengembalian atas aset atau *R&D* tertentu belum menyumbang banyak untuk *revenue*. Sebaliknya, kebutuhan kas untuk investasi (*cash flow for investment* atau CFI) meningkat, sehingga memengaruhi arus kas perusahaan secara keseluruhan.

Persepsi investor atas reputasi perusahaan yang ingin terus melanjutkan pengeluaran modalnya menjadi salah satu area penelitian yang menjanjikan di masa depan. Fenomena ini ditunjukkan oleh studi permulaan yang mengindikasikan bahwa investor menghargai perusahaan yang memiliki pengeluaran modal, walaupun kinerja keuangan mereka saat ini tidak begitu bagus (Chan, Martin, & Kensinger, 1990). Dugaan ini menjadi berlawanan dengan hasil penelitian sebelumnya (Anilowski, Feng, & Skinner, 2007; Bali, Demirtas, & Tehranian, 2008; Ball & Brown, 1968; Ball, Sadka, & Sadka, 2009), yang secara umum berhubungan dengan pengaruh kinerja keuangan jangka pendek terhadap harga saham. Penelitian ini berupaya menunjukkan bahwa pengeluaran modal yang hasilnya belum dapat tercermin pada kinerja jangka pendek akan diapresiasi oleh investor.

Penelitian ini menjadi penting karena dengan terbatasnya dan alokasi yang tidak sesuai atas sumber daya, akan berdampak tidak hanya kepada investor, tetapi juga masyarakat pada umumnya. Dalam rangka memperoleh kesimpulan yang lebih komprehensif, penelitian ini akan menggunakan data jangka panjang dengan frekuensi kuartalan, untuk membuktikan bahwa nilai saham terkait dengan masa depan perusahaan, bukan hanya kinerja jangka pendek saat ini atau di masa lalu.

Signaling Theory

Berdasarkan *signaling theory* (Engers, 1987), tujuan pembiayaan eksternal, yang dilakukan perusahaan dalam rangka membiayai ekspansinya, telah memberikan sinyal kepada investor tentang kuatnya fundamental perusahaan. Hanya perusahaan yang kuat yang berani mengambil risiko keuangan melalui porsi utang yang tinggi. *Agency theory* (Jensen and Meckling, 1976) menawarkan konsep bahwa tambahan porsi utang merupakan mekanisme untuk mengurangi masalah keagenan. Semakin

tinggi utang, semakin mengurangi jumlah dana tidak terpakai, sehingga mengurangi penggunaannya untuk tujuan yang tidak semestinya.

Naiknya nilai saham saat adanya pengumuman kenaikan nilai utang (seperti *debt for equity exchange offer*, *debt finance share repurchase program*, dan *debt financed cash tender offer*) bertujuan untuk memperoleh kendali atas perusahaan lain. Sebaliknya, turunnya nilai utang (seperti *equity for debt exchange offer*, *IPO*, dan penawaran akuisisi dengan memakai pembayaran saham perusahaan sendiri) akan menurunkan nilai saham perusahaan (Masuis, 1980).

Reputasi Capital Spending dan Pertumbuhan Perusahaan

Pemicu utama ekonomi modern adalah penggunaan teknologi baru dan proses produksi yang intensif dari sisi modal. Dalam rangka mencapai hal tersebut, perusahaan membutuhkan sumber daya keuangan, teknik, manusia yang memadai. Dalam rangka mengoptimalkan kesempatan untuk investasi, menjadi sebuah keharusan bagi perusahaan untuk melakukan *capital spending*, baik melalui perolehan aset tetap, maupun dalam bentuk pengeluaran *R&D*.

Dalam model *signaling*, *capital spending* merupakan sinyal untuk mengonfirmasi bahwa perusahaan memiliki kinerja keuangan yang sangat prospektif; dengan kata lain, profitabilitas perusahaan menjadi ekspektasi yang masuk akal. Pada pasar modal yang memiliki karakteristik informasi asimetri, *capital spending* memiliki peranan penting. Melalui *capital spending* yang direalisasi manajer, terkirim sinyal yang dapat diandalkan terkait *cash flow* perusahaan.

Naiknya harga saham yang signifikan dapat tercapai ketika perusahaan mendeklarasikan kenaikan *capital spending*, termasuk melalui berbagai pengeluaran untuk *R&D*. Sebaliknya, nilai saham akan terkoreksi negatif ketika terjadi penurunan *capital spending* (McConnell dan Muscarella, 1985). Perusahaan yang menerbitkan saham baru untuk membiayai ekspansi akan memperoleh lebih sedikit respons negatif dibandingkan kebijakan penerbitan saham baru oleh perusahaan yang sudah mapan.

Dalam dunia nyata, *capital expenditure* tidak sekadar berupa satu langkah dalam satu tahapan, tetapi merupakan kumpulan *capital*

expenditure dalam setiap tahap siklus hidup. Setiap tahapan siklus hidup membutuhkan *capital expenditure* untuk menghubungkan tahapan-tahapan dalam siklus tersebut, sehingga tidak terjadi kegagalan di tengah berlangsungnya siklus (Shahzad, Lu, & Fareed, 2019).

Company Life Cycle (S-Curve)

Miller dan Friesen (1984) membagi *life cycle* (siklus hidup) perusahaan menjadi empat tahap, yaitu sebagai berikut.

1. Tahap awal (*introduction*). Tahap ini merupakan fase belajar, di mana *fixed cost* sering kali menjadi beban bagi *revenue* perusahaan. Perusahaan harus memulai investasi dalam rangka mengubah posisi pasarnya. Sumber dari investasi awal ini diperoleh dari *earning* perusahaan; di mana dibutuhkan tambahan investasi secara konstan. Sebagai hasilnya, akan diperoleh *cash flow from operation* (CFO) dan *cash flow from investment* (CFI) yang negatif, sedangkan *cash flow from finance* (CFF) akan bernilai positif.
2. Tahap pertumbuhan (*growth*). Pada tahap ini, perusahaan telah mengalami *break-even-point* (CFO lebih besar daripada nol), tetapi masih diperlukan tambahan investasi dan keunggulan kompetitif yang solid (CFI masih lebih kecil daripada nol). Perusahaan telah mencapai pertumbuhan *revenue* yang cepat, tetapi laba yang dihasilkan belum cukup untuk membiayai investasi (CFF lebih besar daripada nol).
3. Tahap dewasa (*maturity*). Perusahaan memiliki laba positif (CFO lebih besar daripada nol). Meskipun posisi pasarnya sudah kuat, tetapi perusahaan masih berpotensi berkembang. Investasi harus terus dipelihara (CFI lebih besar daripada nol), meskipun nilai investasi secara proporsi lebih rendah daripada tahap sebelumnya. Dalam tahap ini pula, pertumbuhan *revenue* dan tingkat inovasi turun dibandingkan dengan tahap sebelumnya, sehingga CFF akan lebih kecil daripada nol.
4. Tahap penurunan (*declining*). Pada tahap ini, penjualan mengalami menurun, dan laba tercatat negatif karena berhentinya inovasi. Terjadi penurunan likuiditas aset perusahaan untuk melanjutkan operasi dan beban membayar kreditur (CFI lebih besar daripada nol).

nol). Dincinon (2011) menemukan bahwa turunnya *CFF* bisa terjadi dalam lebih besar atau lebih kecil daripada nol.

Coad et al. (2016) menggunakan umur untuk mengidentifikasi siklus hidup perusahaan, namun tidak cukup menjadi proksi bagi siklus hidup perusahaan karena dua alasan. *Pertama*, perusahaan sering kali beroperasi pada lebih dari satu industri, sehingga terdapat tumpang tindih siklus hidup berbagai produk yang dihasilkannya (Dickinson, 2011). *Kedua*, perusahaan dalam industri berbeda memiliki perubahan siklus hidup dengan waktu yang berbeda (Hasan dan Habib, 2017), sehingga hubungan antara berbagai tahapan siklus hidup bidang usaha dengan usia bidang usaha menjadi tidak dapat diidentifikasi dengan jelas.

Total Assets

Berbagai penelitian empiris dalam *corporate finance* mengasumsikan bahwa ukuran perusahaan merupakan karakteristik mendasar dan penting dalam menentukan variabel dependen. Rajan dan Zingales (1995) menemukan bahwa *leverage* perusahaan akan meningkat seiring dengan ukuran perusahaan. Dalam hal merger dan akuisisi ditemukan bahwa perusahaan kecil memiliki *abnormal announcement return* lebih besar daripada perusahaan yang lebih besar. Moeller et al. (2004) dan Vijh dan Yang (2013) menunjukkan bahwa pada saat penawaran, ditemukan relasi *inverted U* berdasarkan ukuran perusahaan. Sementara itu, penelitian lain menemukan bahwa bank lebih peduli pada risiko proyek investasi perusahaan (Diamond, 1989, dan Flannery, 1986). Ukuran perusahaan memengaruhi mitigasi kekurangan *cash flow* perusahaan. Perusahaan besar akan lebih sedikit mengurangi porsi investasi dibandingkan perusahaan kecil, pada saat terjadi kekurangan *cash flow*.

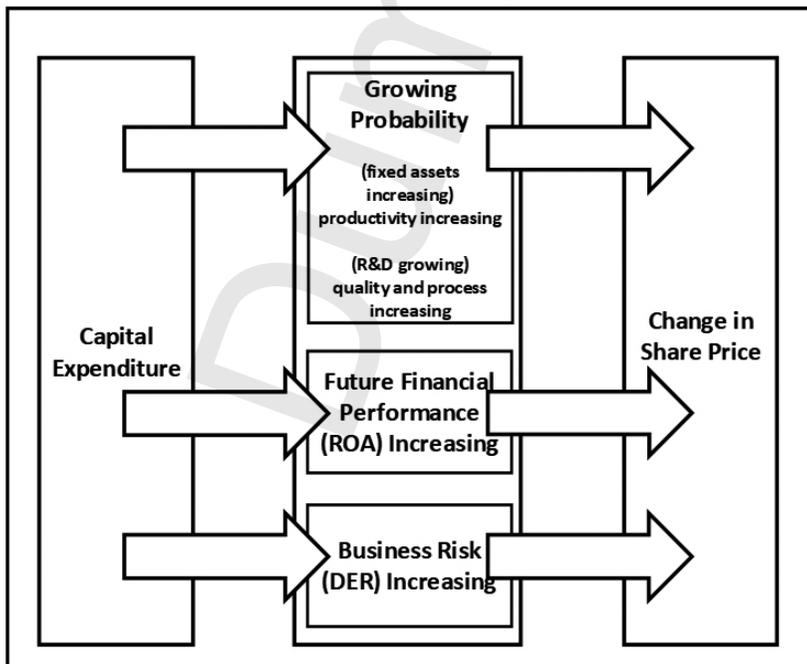
6.2 Studi 1: Investor Reaction-Based

Metodologi dan Temuan

Tujuan utama studi ini adalah untuk mengidentifikasi respons investor atas *capital expenditure*, melalui perubahan harga saham. Variabel kontrol seperti total aset, ROA, dan DER digunakan dalam penelitian ini. Tren

pertumbuhan pengeluaran modal akan menggunakan variabel *dummy*. Data yang diperoleh kemudian diolah menggunakan *software* Eviews.

Perusahaan mengirimkan sinyal kepada investor melalui skema *capital expenditure*. Skema tersebut mengindikasikan adanya pertumbuhan aset tetap dan *R&D*, yang mengarah pada kemungkinan pertumbuhan perusahaan. Perusahaan mengharapkan respons positif investor, karena melalui kenaikan pengeluaran untuk aset tetap, akan mengindikasikan produktivitas perusahaan yang lebih baik di masa depan. Sementara itu, bertambahnya pengeluaran untuk *R&D* mengirimkan sinyal inovasi dan perbaikan atas kualitas produk. Pertambahan *capital expenditure* juga memberikan ekspektasi untuk naiknya kinerja keuangan potensial perusahaan (*ROA*). Dengan naiknya *capital expenditure* akan memengaruhi eskalasi risiko. Hal tersebut akan dipersepsikan secara positif oleh investor, karena kenaikan *capital expenditure* akan membawa pada harapan atas masa depan perusahaan yang lebih baik. Sebaliknya, apabila tidak terdapat *capital expenditure*, atau bahkan menurun, investor akan menjadi khawatir, yang akan berujung pada sinyal masa depan yang kurang menjanjikan.



Gambar 6.1 Rerangka Penelitian

Berdasarkan latar belakang konseptual di atas, berikut adalah hipotesis dari studi ini:

- H1:** pertumbuhan aset tetap memengaruhi harga saham
Dalam kondisi kecenderungan meningkatnya *capital expenditure*, dapat diduga:
- H2A:** total aset memengaruhi harga saham secara positif
- H2B:** total aset tetap memengaruhi harga saham secara positif.
Dalam kondisi kecenderungan turunnya *capital expenditure*, dapat diduga:
- H3A:** total aset memengaruhi harga saham secara positif
- H3B:** total aset tetap memengaruhi harga saham secara positif.

Populasi studi ini adalah perusahaan yang terdaftar di BEI (*IDX*) selama periode 1 Januari 2017, hingga triwulan kedua 2019. Studi ini tidak melibatkan sektor keuangan, karena dibandingkan sektor lain, aset tetapnya digunakan secara berbeda dalam proses bisnisnya. Data keuangan seperti ROA, DER, dan *capital spending* tidak secara langsung diperoleh dari laporan keuangan; perlu proses terpisah untuk menghitung dan menyajikan kembali. Adapun data harga saham diperoleh dari Yahoo! Finance. Kapitalisasi saham diperoleh dari situs resmi *IDX* (*idx.co.id*). Beberapa data tambahan lainnya diperoleh melalui TICMI. Pertumbuhan aset tetap diperoleh dari aset tetap perusahaan dalam suatu triwulan, dikurangi dengan jumlah aset tetap dari triwulan sebelumnya.

Studi ini menggunakan model berikut ini:

$$TQ_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{Log } TA_{i,t} + \beta_2 \text{Log } FA_{i,t} + \beta_3 \text{GFA}_{i,t} + \beta_4 \text{ROA}_{i,t} + \beta_5 \text{DER}_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

(Rumus 1)

Sampel kemudian akan diuji secara terpisah yaitu kelompok yang aset tetapnya mengalami tren pertumbuhan atau meningkat, dan kelompok yang asetnya menurun, dengan model sebagai berikut:

$$TQ_{i,t} = \varphi_0 + \varphi_1 \text{Log } TA_{i,t} + \varphi_2 \text{Log } FA_{i,t} + \varphi_3 \text{ROA}_{i,t} + \varphi_4 \text{DER}_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

(Rumus 2)

$$TQ_{i,t} = \theta_0 + \theta_1 \text{Log } TA_{i,t} + \theta_2 \text{Log } FA_{i,t} + \theta_3 \text{ROA}_{i,t} + \theta_4 \text{DER}_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

(Rumus 3)

Berikut merupakan definisi operasional dari setiap variabel:

1. *Capital spending* (belanja modal), yang diproksikan dengan total aset (**TA**) dan total aset tetap (**FA**). Total aset diukur dengan logaritma total aset, sedangkan total aset tetap diukur dengan logaritma aset tetap.
2. *Capital spending growth* (pertumbuhan *capital spending*), diberi label **GFA**. Variabel ini diukur dengan menghitung *capital spending* periode sekarang dengan periode sebelumnya, kemudian dibagi dengan *capital spending* periode sebelumnya. Perusahaan dengan tren kenaikan *GFA* selama kurun waktu lima tahun, dikategorikan **tumbuh** (dengan skor 1), sebaliknya, dikelompokkan sebagai perusahaan yang **tidak bertumbuh** (dengan skor 0).
3. *Return on assets (ROA)* sebagai indikator kinerja keuangan, dihitung menggunakan *net income* dibagi total aset.
4. *Debt to equity ratio (DER)* merupakan ukuran risiko perusahaan, diperoleh dari total kewajiban dibagi total aset.
5. Tobin's Q (**TQ**), yang merupakan proksi dari perubahan harga saham, karena TQ menggabungkan nilai total aset perusahaan berdasarkan perspektif investor. TQ dihitung menggunakan nilai pasar saham ekuitas, ditambah nilai buku total liabilitas.

Diskusi Studi: Investor Reaction-based

Uji hipotesis menggunakan bantuan *software* Eviews. Data panel dikumpulkan selama periode tiga tahun, dimulai dari triwulan pertama 2017, hingga triwulan kedua 2019, dengan total 209 perusahaan non-keuangan. Uji tersebut dilakukan untuk seluruh sampel dalam rangka mengidentifikasi apakah pertumbuhan aset dapat diapresiasi secara positif oleh investor atau tidak (menggunakan persamaan pertama). Sampel kemudian dikelompokkan menjadi dua bagian berdasarkan tren pertumbuhan aset tetap, yang kemudian diuji secara terpisah. Uji terpisah ini dilakukan untuk membuktikan bahwa investor lebih memelihara potensi laba perusahaan di masa depan, daripada bergantung pada laba atau kinerja periode berjalan. Hipotesis penelitian ditetapkan dalam rangka memberikan temuan yang lebih konkret tentang pengaruh

jangka panjang kinerja keuangan terhadap harga saham, dibandingkan temuan-temuan awal yang lebih fokus ke kinerja jangka pendek.

Profil sampel disajikan dalam Tabel 6.1 di bawah ini. Panel A mewakili kelompok sampel dengan pertumbuhan positif dalam *capital expenditure*, sementara Panel B menunjukkan profil sampel dengan tren negatif. Adapun Panel C merepresentasikan profil sampel secara keseluruhan.

Tabel 6.1 Profil Sampel

	Panel A				Panel B				Panel C			
	Positive Growth (155)				Negative Growth (54)				All sample (209)			
	Min	Max	Mean	Std Dev	Min	Max	Mean	Std Dev	Min	Max	Mean	Std Dev
FATA	,18	,96	,63	,18	,30	,65	,50	,10	,18	,96	,59	,17
LOGTA	7,83	13,46	10,77	1,81	8,12	12,54	10,82	1,78	7,83	13,46	10,82	1,78
ROA	-,09	,15	,02	,031	-,02	,08	,025	,022	-,09	,15	,02	,03
DER	,33	4,03	1,49	,78	,07	1,84	,69	,60	,07	4,03	1,25	,82
TQ	,01	4,32	,75	1,03	,30	,82	,51	,16	,00	4,32	,69	,88

Berdasarkan Tabel di atas, perusahaan yang bertumbuh cenderung memiliki rata-rata *TQ* yang lebih tinggi daripada perusahaan dengan pertumbuhan negatif (hanya memiliki *TQ* sekitar 0,5). Hal ini membuktikan bahwa investor memberikan penilaian lebih kepada perusahaan dengan pertumbuhan positif, dibandingkan yang sebaliknya. Rata-rata *capital expenditure* Panel A (0,63) juga lebih tinggi daripada Panel B (0,50). Hal yang menarik dari sajian data ini adalah, perusahaan di Panel A cenderung kurang memiliki kinerja sebaik perusahaan di Panel B. Dapat diduga, pertumbuhan *capital expenditure* tidak secara langsung memengaruhi kinerja keuangan jangka pendek perusahaan. Apabila dilihat dari struktur modal, perusahaan di Panel A cenderung memiliki posisi pembiayaan yang lebih tinggi daripada Panel B.

Hipotesis pertama bertujuan untuk membuktikan dugaan bahwa investasi perusahaan dalam *capital expenditure* akan menghasilkan sinyal pertumbuhan, yang akan direspons positif oleh investor. Hasil uji Hipotesis I disajikan melalui Tabel 6.2 ini. Variabel sinyal pertumbuhan memiliki koefisien positif dan signifikan pada level 0,05. Investor merespons secara positif atas sinyal pertumbuhan yang ditunjukkan

oleh pertumbuhan *capital spending*. Lebih lanjut, *capital expenditure*, yang diprosikan oleh LOGTA dan FATA, keduanya memiliki koefisien yang positif dan signifikan pada level 0,01. Investor memberi respons positif atas *capital expenditure* perusahaan karena adanya harapan atas masa depan perusahaan. Kinerja keuangan melalui ROA memiliki pengaruh negatif yang besar, yang merepresentasikan bahwa respons berbeda dari investor. Investor merespons perusahaan secara negatif; struktur modal yang didominasi oleh utang akan memengaruhi risiko perusahaan di masa depan.

Tabel 6.2 Uji Hipotesis I

Variable	Standardized Coefficients (β)	t-value	Sig	
GFA	,701	2,026	,044	**
FATA	2,392	7,083	,000	***
LOGTA	25,139	6,013	,000	***
ROA	-,159	-2,644	,009	***
DER	-,157	-2,116	,036	***
Constant	-9,514	-5,723	,000	***
R ² /Adj R ²				
F	18,582		,000	***

Hipotesis kedua, yang disajikan melalui Tabel 6.3, memperkuat bukti bahwa perusahaan yang bertumbuh akan memperoleh respons positif dibandingkan perusahaan dengan pertumbuhan negatif atau yang tidak bertumbuh. Hal itulah yang mendasari mengapa sampel perlu dikelompokkan dan diuji terpisah. Hasil uji secara konsisten menunjukkan bahwa *capital expenditure*, yang diprosikan oleh TA dan FATA, direspons positif oleh investor.



Tabel 6.3 Uji Hipotesis II

Variable	Standardized Coefficients (β)	t-value	Sig	
FATA	2,448	5,506	,000	***
LOGTA	25,386	4,644	,000	***
ROA	-,198	-2,755	,007	***
DER	-,106	-1,278	,203	
Constant	-9,261	-4,190	,000	***
R ² /Adj R ²				
F	17,209		,000	***

Tren peningkatan *capital expenditure* dari waktu ke waktu menunjukkan komitmen perusahaan untuk terus melakukan usaha berkesinambungan untuk memelihara dan meningkatkan nilai *shareholder*. Hipotesis kedua menguji respons investor atas *capital expenditure* perusahaan, pada sampel perusahaan dengan tren pertumbuhan. Perusahaan dengan tren pertumbuhan tingkat *capital expenditure* yang positif dalam lima tahun, diuji secara terpisah. Secara konsisten, hasilnya menunjukkan bahwa *capital expenditure*, yang ditunjukkan oleh *total assets* dan *fixed assets* dalam kelompok sampel ini, memperoleh umpan balik positif dari investor. Investor meyakini, perusahaan dengan pertumbuhan positif yang mengalami kenaikan utang adalah perusahaan yang berupaya melakukan peningkatan *capital expenditure*; jadi, tingkat DER menjadi kurang relevan terhadap pengambilan keputusan investor.

Perusahaan dengan tren pertumbuhan tingkat *capital expenditure* yang positif juga dapat menghasilkan nilai tambah dan daya saing yang signifikan sehingga perusahaan dapat mendominasi *market share* yang lebih besar di masa depan, yang berujung pada tingkat kinerja keuangan positif yang juga dapat dinikmati investor. Hasil uji Hipotesis II membuktikan bahwa respons positif investor atas *capital expenditure* lebih banyak dihasilkan oleh perusahaan yang bertumbuh.

Uji Hipotesis ketiga menunjukkan bahwa hasil dari kelompok sampel dengan pertumbuhan negatif cenderung berbeda dan kurang konsisten atas setiap proksi *capital expenditure*, yaitu FATA dan LOGTA. *Capital expenditure*, yang ditunjukkan oleh total aset, menghasilkan reaksi

negatif karena berlanjutnya *capital expenditure* tidak dapat diprediksi pada perusahaan dengan tren pertumbuhan negatif. Investor meragukan kemampuan perusahaan memenuhi kewajibannya. Sementara itu, walaupun perusahaan memiliki tren negatif, pasar akan lebih bergantung pada *capital expenditure* yang ditunjukkan oleh *fixed asset*. Setiap penambahan *fixed asset* akan mendukung keberlanjutan operasional perusahaan, dan akan menunjukkan kemampuan perusahaan bertahan di masa depan.

Tabel 6.4 Uji Hipotesis III

Variable	Standardized Coefficients (β)	t-value	Sig	
FATA	,259	1,749	,087	*
LOGTA	-,318	-1,973	,055	*
ROA	,497	3,552	,001	***
DER	,019	,100	,921	
Constant	,481	2,500	,016	**
R ² /Adj R ²				
F	3,797		,006	***

Kesimpulan Studi: *Investor Reaction-Based*

Capital expenditure merupakan sinyal dari kinerja potensial perusahaan di masa depan. Penelitian ini mendukung bahwa reputasi *capital expenditure* direspons secara positif oleh investor. Reputasi tersebut diinvestigasi lebih lanjut dengan cara menguji sampel dengan peningkatan *capital expenditure*. Hasil pengujian menunjukkan bahwa hal tersebut direspons positif oleh investor, karena kenaikan *capital expenditure* memberi harapan untuk masa depan perusahaan yang lebih baik. Kondisi sebaliknya terjadi ketika *capital expenditure* menurun atau stagnan, di mana investor cenderung menjadi khawatir, karena hal tersebut menunjukkan sinyal masa depan yang kurang menjanjikan. Namun demikian, studi permulaan ini berupaya mengoreksi kepercayaan sebelumnya, yang dihasilkan melalui hasil penelitian, bahwa perusahaan dengan kinerja keuangan buruk di periode berjalan akan memperoleh respons negatif. Dengan demikian, dibutuhkan lebih banyak sampel dan periode penelitian untuk memperoleh hasil tersebut melalui penelitian lanjutan.

6.3 Studi 2: Capital Expenditure Reputation-Based

Metodologi dan Temuan

Pertumbuhan *capital expenditure* selama bertahun-tahun menunjukkan reputasi *capital expenditure* perusahaan, yang kemudian menjadi sinyal potensi perusahaan untuk bertumbuh (Diamond, 1989; Masulis, 1980; McConnell & Muscarella, 1985). Pertumbuhan *capital expenditure* ditunjukkan oleh peningkatan *fixed* atau *total asset*. Peningkatan *fixed asset* menunjukkan bahwa produktivitas masa depan perusahaan akan lebih baik, dan pertumbuhan *expenditure* ini mengarah ke inovasi dan peningkatan kualitas output. Peningkatan *capital expenditure* juga menghasilkan harapan naiknya potensi kinerja keuangan atau ROA (Kerstein & Kim, 1995). Sebaliknya, naiknya *capital expenditure* memiliki dampak pada naiknya risiko; akan tetapi *capital expenditure* juga akan disambut secara positif oleh investor karena naiknya *capital expenditure* memberikan harapan masa depan perusahaan yang lebih baik. Jika perusahaan mengalami penurunan atau stagnannya *capital expenditure*, investor akan cenderung khawatir karena adanya sinyal masa depan yang kurang baik.

Keputusan investasi yang dibuat perusahaan dipertimbangkan menjadi langkah peningkatan nilai oleh pasar. Dalam penelitian mereka, Moser, Isaksson, Okwir, & Seifert, (2021) menggunakan pengeluaran *fixed asset* tahunan, dan menemukan bahwa *capital expenditure* cenderung direspons negatif di jangka pendek, namun memperoleh respons positif untuk jangka panjang. Penelitian lainnya mendokumentasikan apresiasi investor atas keputusan investasi perusahaan (Akbar, Ali Shah, & Saadi, 2008; Chan et al., 1990; Jones, Danbolt, & Hirst, 2004; Jung, Kim, & Stulz, 1996; McConnell & Muscarella, 1985).

Chan et al. (1990) menemukan bahwa pemberitahuan terkait keputusan perusahaan untuk merelokasi kantor pusat, anak perusahaan, pabrik, atau unit bisnis lainnya akan terlihat sebagai keputusan yang memberikan implikasi atas prospek perusahaan. Pasar tidak secara langsung menilai negatif kinerja perusahaan ketika investasinya membutuhkan waktu yang relatif lama untuk memperoleh *return* (Jones et al., 2004). Temuan Akbar et al. (2008) menunjukkan adanya hubungan signifikan antara pengumuman *capital expenditure* dan harga saham. McConnell & Muscarella (1985) menemukan bahwa secara

umum, perubahan *capital expenditure* akan diikuti perubahan harga saham.

Berdasarkan penjelasan di atas, berikut adalah hipotesis dari penelitian ini:

H1: pertumbuhan aset tetap memengaruhi nilai perusahaan

Tren pertumbuhan *capital expenditure* merupakan sinyal terhadap investor terkait masa depan perusahaan; perusahaan dengan tren pertumbuhan memberi indikasi bahwa mereka memiliki prospek bisnis yang menjanjikan. Sementara itu, perusahaan dengan *capital expenditure* yang kurang baik menunjukkan bahwa mereka sedang mengalami penurunan, yang akan mengancam masa depan investor; hasilnya, pasar akan memberikan respons negatif. Dalam kondisi kecenderungan meningkatnya *capital expenditure*, dapat diduga:

H2A: total aset memengaruhi nilai perusahaan secara positif

H2B: total aset tetap memengaruhi nilai perusahaan secara positif.

Dalam kondisi kecenderungan turunnya *capital expenditure*, dapat diduga:

H3A: total aset memengaruhi nilai perusahaan secara positif

H3B: total aset tetap memengaruhi nilai perusahaan secara positif.

Populasi penelitian ini adalah perusahaan yang terdaftar di BEI (IDX) selama periode 1 Januari 2017 hingga triwulan kedua 2019. Terdapat 644 perusahaan yang terdaftar di IDX hingga 1 Juli 2019, 324 di antaranya tidak memenuhi kriteria sampling di bawah ini.

- a. Emiten terdaftar secara terus-menerus selama periode pengambilan data.
- b. Objek penelitian tidak melibatkan sektor keuangan dan jasa.
- c. Emiten dengan data yang tidak lengkap tidak akan dimasukkan dalam pengolahan dan analisis. Semakin sedikit informasi yang diperoleh, semakin sulit investor menilai perusahaan.
- d. Perusahaan melakukan *capital expenditure* selama periode penelitian.
- e. Sepuluh perusahaan dengan kenaikan harga saham tertinggi dalam setiap sektor selama periode penelitian dipilih sebagai sampel. Hal ini didasarkan pada kenyataan bahwa perusahaan-perusahaan

tersebut memiliki perbedaan signifikan dalam karakteristik kinerja keuangan mereka, dibandingkan yang lain. Perusahaan dengan kenaikan harga di bawah batas cenderung tidak memiliki *capital expenditure* yang signifikan.

Hipotesis diuji melalui dua tahap. Hipotesis 1 diuji untuk membuktikan reputasi *capital expenditure*, menggunakan pertumbuhan total aset tetap, yang memengaruhi nilai perusahaan (Rumus 4). Sampel kemudian dibagi menjadi dua kelompok berdasarkan tren pertumbuhan *capital expenditure* selama lima tahun. Perusahaan dengan tren positif akan dipisahkan dengan yang negatif. Setiap sampel kemudian akan diuji secara terpisah untuk membuktikan Hipotesis 2A dan 2B (Rumus 5) dan Hipotesis 3A dan 3B (Rumus 6). Model yang digunakan untuk setiap hipotesis disajikan di bawah ini:

Hipotesis 1

$$MR\ all_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 GFA_{i,t-1} + \beta_2 Log\ TA_{i,t-1} + \beta_3 FATA_{i,t-1} + \beta_4 ROA_{i,t-1} + \beta_5 DER_{i,t-1} + \varepsilon_t \text{ (Rumus 4)}$$

Hipotesis 2A dan 2B

$$MR\ growth_{i,t} = \varphi_0 + \varphi_1 Log\ TA_{i,t-1} + \varphi_2 FATA_{i,t-1} + \varphi_3 ROA_{i,t-1} + \varphi_4 DER_{i,t-1} + \varepsilon_t \text{ (Rumus 5)}$$

Hipotesis 3A dan 3B

$$MR\ not-growth_{i,t} = \theta_0 + \theta_1 Log\ TA_{i,t-1} + \theta_2 Log\ FATA_{i,t-1} + \theta_3 ROA_{i,t-1} + \theta_4 DER_{i,t-1} + \varepsilon_t \text{ (Rumus 6)}$$

di mana:

- $MR\ all_{i,t}$ merupakan respons pasar atas perusahaan i , untuk periode t , untuk semua sampel.
- $MR\ growth_{i,t}$ merupakan respons pasar atas perusahaan i , untuk periode t , untuk sampel yang bertumbuh.
- $MR\ not-growth_{i,t}$ merupakan respons pasar atas perusahaan i , untuk periode t , untuk sampel yang tidak bertumbuh.
- $GFA_{i,t-1}$ merupakan pertumbuhan total aset atas perusahaan i , untuk periode $t-1$.
- $LOGTA_{i,t-1}$ merupakan LOG total aset atas perusahaan i , untuk periode $t-1$.

- $FATA_{i,t-1}$ merupakan proporsi aset tetap terhadap total aset atas perusahaan i , untuk periode $t-1$.
- $ROA_{i,t-1}$ merupakan ROA atas perusahaan i , untuk periode $t-1$.
- $DER_{i,t-1}$ merupakan DER atas perusahaan i , untuk periode $t-1$.

Definisi operasional untuk setiap variabel sebagai berikut.

- Capital spending* (belanja modal), yang diprosikan dengan pengeluaran dari total aset dan total aset tetap secara kuartalan. Total aset diukur menggunakan logaritma total aset (**LOGTA**), sedangkan total aset tetap diukur menggunakan total aset tetap dengan perbandingan terhadap total aset (**FATA**).
- Capital spending growth* (pertumbuhan *capital spending*), diberi label **GFA**. Variabel ini diukur dengan menghitung *capital spending* periode sekarang dengan periode sebelumnya, kemudian dibagi dengan *capital spending* periode sebelumnya.
- Return on assets (ROA)* sebagai indikator kinerja keuangan, dihitung menggunakan net income dibagi total aset.
- Debt to equity ratio (DER)* merupakan ukuran risiko perusahaan, diperoleh dari total utang dibagi total aset.
- Market response (MR)*. Respons investor atas reputasi *capital expenditure* diukur menggunakan dua proksi: Tobin's Q (TQ) dan *cumulative abnormal return (CAR)*. Kedua proksi ini sering digunakan secara bergantian dalam berbagai studi sebelumnya untuk merepresentasikan respons pasar (Akbar et al., 2008; Brailsford & Yeoh, 2004; Woolridge & Snow, 1990). TQ merupakan nilai total dari aset perusahaan berdasarkan persepsi investor, di mana TQ juga menunjukkan kombinasi *market value* ekuitas, dan *book value* utang (Chung, Wright, & Charoenwong, 1998). Respons investor atas reputasi *capital expenditure* kemudian direfleksikan dalam nilai perusahaan. Pada saat yang sama, apresiasi investor atas keputusan *capital expenditure* dapat secara langsung diindikasikan oleh perubahan harga saham (Brailsford & Yeoh, 2004). Untuk membuktikan konsistensi pengaruh belanja modal perusahaan, pertumbuhan *capital expenditure*, dan tren pertumbuhan *capital expenditure growth*, studi ini menggunakan kedua proksi tersebut.

- f. **CAR** dihitung menggunakan model pasar dengan estimasi periode 60 hari sebelum tanggal publikasi laporan kuartalan, dan periode kejadian untuk penghitungan CAR adalah sepuluh hari sebelum publikasi, pada hari publikasi, dan sepuluh hari setelah publikasi. Setelah menghitung *return* saham dan pasar selama periode estimasi, langkah berikutnya adalah menghitung R_{it} menggunakan regresi di bawah ini:

$$R_{it} = \alpha + \beta_1 R_{mt} + \varepsilon_{it} \quad (\text{Rumus 7})$$

Langkah berikutnya adalah menghitung *expected return* dan *abnormal return* berikut:

$$E(R_{it}) = \alpha + \beta_1 R_{mt} \quad (\text{Rumus 8})$$

$$AR_{it} = R_{it} - E(R_{it}) \quad (\text{Rumus 9})$$

CAR selama kejadian penghitungan untuk periode -10, 0, dan +10 dihitung menggunakan rumus di bawah ini. (Rumus 10)

$$CAR_i = \sum_{t=-10}^{t+10} AR_{it}$$

Diskusi Studi: Capital Expenditure Reputation-Based

Profil sampel disajikan dalam Tabel 6.5 di bawah ini. Panel A mewakili kelompok sampel dengan pertumbuhan positif dalam *capital expenditure*, sementara Panel B menunjukkan profil sampel dengan tren negatif. Adapun Panel C merepresentasikan profil sampel secara keseluruhan.

Tabel 6.5A Profil Sampel

	Panel A				Panel B			
	Positive Growth (155)				Negative Growth (54)			
	Min.	Max.	Mean	Std. Dev.	Min.	Max.	Mean	Std. Dev.
FATA	0.18	0.96	0.63	0.18	0.30	0.65	0.50	0.10
LOGTA	7.83	13.46	10.77	1.81	8.12	12.54	10.82	1.78
ROA	-0.09	0.15	0.02	0.031	-0.02	0.08	0.025	0.022
DER	0.33	4.03	1.49	0.78	0.07	1.84	0.69	0.60
TQ	0.01	4.32	0.75	1.03	0.30	0.82	0.51	0.16

Tabel 6.5B Profil Sampel (lanjutan)

Panel C				
All samples (209)				
	Min.	Max.	Mean	Std. Dev.
FATA	0.18	0.96	0.59	0.17
LOGTA	7.83	13.46	10.82	1.78
ROA	-0.09	0.15	0.02	0.03
DER	0.07	4.03	1.25	0.82
TQ	0.00	4.32	0.69	0.88

Tabel di atas menunjukkan bahwa rata-rata *TQ* lebih tinggi diperoleh perusahaan yang bertumbuh daripada dengan pertumbuhan negatif (hanya memiliki *TQ* sekitar 0,5). Sama dengan studi sebelumnya, temuan ini membuktikan bahwa investor memberikan penilaian lebih kepada perusahaan dengan pertumbuhan positif, dibandingkan yang sebaliknya. Rata-rata *capital expenditure* Panel A - FATA (0,80) juga lebih tinggi daripada Panel B (0,50).

Hipotesis 1 bertujuan untuk membuktikan dugaan bahwa investasi perusahaan dalam *capital expenditure* akan menghasilkan sinyal pertumbuhan, yang akan direspons positif oleh investor. Hasil uji Hipotesis 1 disajikan melalui Tabel 6.6 di bawah ini. GFA memiliki koefisien positif dan signifikan pada level 0,01. Investor merespons secara positif atas sinyal pertumbuhan yang ditunjukkan oleh pertumbuhan *capital expenditure*. Lebih lanjut, *capital expenditure*, yang diprosikan oleh LOGTA dan FATA, keduanya memiliki koefisien yang positif dan signifikan pada level 0,01. Investor memberi respons mengapresiasi *capital expenditure* perusahaan karena adanya harapan atas masa depan perusahaan. Hasil uji ditemukan konsisten untuk kedua proksi yang digunakan (*TQ* dan *CAR*), yang mendukung Hipotesis 1: pasar memberi respons positif atas perusahaan dengan sinyal pertumbuhan *capital expenditure*.

ROA sebagai indikator kinerja keuangan justru menunjukkan pengaruh negatif yang signifikan: investor memberi respons sebaliknya. Investor merespons perusahaan secara negatif karena adanya struktur modal yang didominasi oleh utang (*DER*) tentunya banyak terpapar oleh risiko di masa depan.

Tabel 6.6 Uji Hipotesis 1

Variable	Tobin's Q			CAR		
	Coefficient	T-value	Sig.	Coefficient	T-value	Sig.
GFA	0.701	2.026	**	0.364	5.995	***
FATA	2.392	7.083	***	-25.534	-6.118	***
LOGTA	25.139	6.013	***	1.992	5.793	***
ROA	-0.159	-2.644	***	-0.010	-1.78	
DER	-0.157	-2.116	***	-0.219	-3.657	***
Constant	-9.514	-5.723	***	-7.148	-4.921	***
R ² /Adj R ²	0.371			0.436		
F	18.582		***	25.610		***

Hipotesis 2A dan 2B (Tabel 6.7), menguji respons investor atas *capital expenditure* perusahaan yang bertumbuh. Hasil uji secara konsisten menunjukkan bahwa *capital expenditure*, yang diprosikan oleh LOGTA dan FATA, direspons positif oleh investor. Untuk perusahaan yang bertumbuh, investor memahami bahwa kenaikan utang adalah sumber pembiayaan yang masuk akal untuk pertumbuhan, dan DER tidak memengaruhi respons investor. Perusahaan dengan pertumbuhan positif mampu menjanjikan nilai tambah dan daya saing sehingga memunculkan harapan penguasaan pangsa pasar yang lebih besar di kemudian hari.

Tabel 6.7 Hipotesis 2A dan 2B

Variable	Tobin's Q			CAR		
	Coefficient	T-value	Sig.	Coefficient	T-value	Sig.
FATA	2.448	5.506	***	1.264	2.109	**
LOGTA	25.386	4.644	***	16.043	2.223	**
ROA	-0.198	-2.755	***	-0.113	-1.151	
DER	-0.106	-1.278		-0.103	-0.952	
Constant	-9.261	-4.190	***	-2.508	-1.691	*
R ² /Adj R ²	0.405			0.224		
F	17.209		***	10.181		***

Cenderung sama dengan studi sebelumnya, hasil uji Hipotesis 3A dan 3B (Tabel 6.8) menunjukkan hasil serupa. Sampel pertumbuhan negatif cenderung berbeda dan kurang konsisten atas setiap proksi *capital expenditure*, yaitu FATA dan LOGTA. *Capital expenditure* (dengan proksi total aset), menghasilkan reaksi negatif karena perusahaan dengan pertumbuhan negatif cenderung sulit melanjutkan *capital expenditure*.

Tabel 6.8 Uji Hipotesis 3A dan 3B

Variable	Tobin's Q			CAR		
	Coefficient	T-value	Sig.	Coefficient	T-value	Sig.
FATA	0.259	1.749	*	0.304	1.814	*
LOGTA	-0.318	-1.973	*	0.048	0.262	
ROA	0.497	3.552	***	-0.113	-1.151	
DER	0.019	0.100		0.165	1.080	
Constant	0.481	2.500	**	0.310	1.475	
R ² /Adj R ²				0.036		
F	3.797		***	1.823		*

Studi ini membuktikan bahwa reputasi *capital expenditure* merupakan fungsi dari harga saham dan nilai perusahaan, di mana *capital expenditure* menjelaskan lebih banyak tentang perubahan dalam nilai perusahaan daripada kinerja keuangan secara periodik, seperti ROA. Hasil ini sejalan dengan studi sebelumnya (misalnya: Trueman, 1986), yang merekomendasikan bahwa *capital expenditure* mungkin dapat mengungkapkan informasi manajemen secara penuh dengan tingkat sinyal yang lebih tinggi dan informasi yang lebih bermanfaat. Studi lain, yang sedikit berbeda latar belakang (Jones et al., 2004; Moser et al., 2021), menemukan bahwa *capital expenditure* memiliki prospek yang baik di masa depan, sehingga memperoleh apresiasi investor. Dalam semua hipotesis, ROA menjadi variabel yang tidak relevan bagi investor untuk dipertimbangkan.

Studi ini juga menemukan bahwa pertumbuhan aset atau pengeluaran untuk pembelian aset merupakan proksi yang tepat untuk *capital expenditure*. Namun karena belum adanya standar khusus untuk pelaporan *capital expenditure*, perlu mempertimbangkan untuk penggunaan proksi lain (Jones et al., 2004).

Temuan signifikan lain dari studi ini adalah: adanya tren fokus pasar atas *capital expenditure* sebagai fokus dan komitmen perusahaan untuk terus eksis. *Capital expenditure* dibutuhkan perusahaan pada setiap tahapan siklus hidup mereka, khususnya pada tahap *decline*; walaupun demikian, studi ini belum dapat membuktikan peran *capital expenditure* untuk mengangkat perusahaan dari tahapan *decline*.

Berdasarkan perspektif risiko, perusahaan yang memiliki *capital expenditure* cenderung akan mengalami kenaikan DER, yang akan direspons negatif oleh investor. Akan tetapi, risiko tersebut tetap dipandang positif oleh investor karena faktor aset yang bertumbuh.

DER yang tinggi dapat menjadi sinyal bahwa perusahaan memiliki kepercayaan diri untuk bertahan melalui pertumbuhan *capital expenditure*.

6.4 Kesimpulan

Perusahaan membutuhkan investasi yang baru untuk dapat bertahan. Mereka harus melakukan penyesuaian atas banyaknya aset untuk kebutuhan produksi, sehingga dapat membangun daya saing di masa depan. Investasi menjadi keharusan bagi perusahaan agar tidak kehilangan momentum terkait tren pertumbuhan pasar. Reputasi pengeluaran untuk investasi menentukan masa depan perusahaan.

Investor mulai terbiasa untuk melihat pertumbuhan belanja modal sebagai dasar pengambilan keputusan, dibandingkan kinerja keuangan jangka pendek. Perusahaan dengan pertumbuhan aset akan memperoleh apresiasi dari investor; demikian juga sebaliknya. Pembelian aset secara periodik akan menunjukkan komitmen perusahaan untuk tetap menjaga keberlangsungan dan eksistensinya. Investasi merupakan masa depan, di mana reputasi *capital expenditure* sekaligus memberikan sinyal reputasi dan kemakmuran perusahaan.

Dummy



7

IMPLIKASI KAJIAN EMPIRIS PENGELUARAN MODAL DAN RESPONS INVESTOR DALAM KONTEKS PASAR SEKURITAS YANG EFISIEN

7.1 Perilaku Investasi

Pengambilan keputusan investasi oleh investor mencerminkan suatu proses untuk menemukan alternatif terbaik dari berbagai pilihan yang tersedia dalam situasi yang relatif kompleks. Dalam rangka menyederhanakan mekanisme pengambilan keputusan tersebut, investor cenderung memilih untuk mendasarkan keputusannya pada indikator-indikator yang umum berupa informasi akuntansi keuangan yang mudah diperoleh, mudah diukur dan dipertanggungjawabkan, serta mengikuti *best practice* yang selama ini ada. Investor pemula atau konservatif cenderung mendasarkan pengambilan keputusannya pada kinerja masa lalu atau kinerja jangka pendek perusahaan, dalam hal ini adalah *net income*, *bottom line* dari *income statement*, laporan keuangan yang menjadi sumber utama pengambilan keputusan investor. Selain itu, rasio-rasio akuntansi atau keuangan seperti rasio likuiditas, solvabilitas, profitabilitas, aktivitas, dan pasar cenderung menjadi primadona investor untuk diamati, dan dijadikan dasar pengambilan keputusan.

Anilowski, Feng, & Skinner (2007), Ball & Brown (1968), dan Ball, Sadka, & Sadka (2009) cenderung mendukung pendekatan tradisional di atas. Pengumuman *earnings* perusahaan di setiap akhir periode akuntansi cenderung akan berimplikasi pada pengambilan keputusan investor.

Sementara itu, Bali, Demirtas, & Tehranian (2008) juga berupaya menggunakan angka rasio keuangan *mainstream*, yaitu: *dividend-payout-ratio* dan *aggregate earnings* sebagai variabel yang memengaruhi *return* saham; walaupun dalam kesimpulannya kemudian menemukan bahwa kedua rasio tersebut tidak memengaruhi harga saham.

Meskipun demikian, Zhang & Zheng (2015) mengelaborasi teori perilaku finance melalui penelitian psikologi, sosiologi, dan sejenisnya. Temuan penelitian tersebut menggambarkan bahwa investor tidak hanya menggantungkan keputusan investasinya pada perilaku rasional, tetapi juga menggunakan banyak keputusan irasional berdasarkan prasangka dan kognitif individu. Bahkan, investor institusional pun cenderung menggunakan pendekatan yang sama.

Apa pun bentuk pendekatan yang dipilih investor dalam rangka pengambilan keputusan investasi, akan berujung pada penilaian apakah perusahaan sebagai emiten masih memiliki prospek untuk memberikan arus kas bagi investor di masa depan, baik melalui dividen, maupun *capital gain*. Terkait dengan perilaku investor yang berkecimpung di pasar modal Indonesia, juga masih menunjukkan bahwa informasi dasar akuntansi seperti net income dan rasio-rasio keuangan menjadi dasar utama pengambilan keputusan investor yang ada di Bursa Efek Indonesia atau BEI (Natapura, 2009).

Walaupun masuk dalam kategori informasi akuntansi dan keuangan, data terkait aktivitas dan pertumbuhan *capital expenditure* masih jarang menjadi rujukan utama investor dalam berinvestasi. Letak penyajian *capital expenditure* yang cenderung tidak mudah ditemui karena ada di bagian tengah laporan keuangan serta masuk dalam catatan atas laporan keuangan, menjadi salah satu faktor mengapa informasi ini belum begitu populer di mata investor. Selain itu, karakter pengambilan keputusan yang didasarkan pada besaran atau pertumbuhan *capital expenditure* dianggap masih terlampau teknis serta rumit, apalagi di mata investor pemula.

Penelitian ini kemudian memberikan wawasan baru terkait perilaku investasi yang harusnya mulai ditumbuhkan investor. Karena *capital expenditure* menjadi sinyal dari potensi kinerja keuangan yang menjanjikan bagi perusahaan, ada baiknya investor mulai terbiasa menganalisis besaran dan pertumbuhan *capital expenditure*. Dasar penggunaan *capital expenditure* ini untuk mencerminkan nilai perusahaan

konsisten ditunjukkan, utamanya pada para emiten yang memiliki pertumbuhan *capital expenditure*. Perusahaan yang *capital expenditure*-nya negatif atau stagnan justru memperoleh apresiasi sebaliknya dari investor.

7.2 Perilaku Investasi, Spending, dan Penyajiannya

Sebagaimana disampaikan di bab sebelumnya, keinginan emiten untuk memperoleh respons positif investor tetap menjadi *issue* utama dalam banyak penelitian akuntansi dan keuangan. Emiten berupaya melakukan pencitraan agar investor dapat memberikan apresiasi untuk berbagai kinerja keuangan mereka. Sama dengan pendekatan tradisional dari kaca mata perilaku investasi, emiten juga cenderung memilih untuk mengutamakan penyajian angka-angka *mainstream* untuk disajikan kepada investor.

Kinerja operasi jangka pendek, pengumuman dividen, dan analisis rasio keuangan atau akuntansi menjadi fitur umum dan *default* yang disajikan perusahaan kepada investor. *Signaling theory* kemudian menjadi relevan dengan perilaku emiten ini. Angka *earnings* yang terus meningkat menjadi sinyal yang dikirim oleh manajemen, dengan harapan agar market merespons melalui naiknya harga saham, dan investor merespons melalui naiknya kompensasi manajemen dalam bentuk bonus. Keberlanjutan dividen juga menjadi *issue* konsisten yang diangkat emiten dalam rangka menarik perhatian investor.

Apabila berkaca dari temuan penelitian ini, ada baiknya perusahaan mulai mengaitkan strategi pembelanjaan atau investasi mereka dengan upaya *earnings management*, dalam rangka memperoleh apresiasi investor. Selain menggunakan investasi sebagai alat untuk memperoleh optimalisasi sumber daya, perusahaan juga perlu mulai mengalihkan *issue* investasi ini pada angka-angka *fixed* atau *tangible assets*. *Capital expenditure* yang konsisten dan bertumbuh akan memicu naiknya produktivitas, peningkatan kualitas, meningkatnya profitabilitas, dan menurunkan ketergantungan pada pembiayaan atau *leverage*. Ujung dari semua sinyal positif tadi akan berakhir pada harapan persepsi positif investor.

Berdasarkan temuan penelitian ini, investor yang melihat konsistensi *capital expenditure*, walaupun melalui skema pembiayaan

eksternal sekali pun, tetap memberi apresiasi pada perusahaan. Perusahaan dipersepsikan oleh investor sedang mengirimkan sinyal bahwa fundamentalnya kuat, sehingga prospek kinerja keuangan di masa depan juga baik.

Selain memengaruhi perilaku perusahaan dalam mengalokasikan belanja atau investasinya, penelitian ini juga dapat memberikan masukan agar perusahaan memilih cara penyajian *capital expenditure* yang lebih efektif. Perusahaan harus mulai terbiasa mengirimkan sinyal tidak hanya melalui laporan keuangan, namun juga melalui media-media komunikasi maupun sosial. Setiap terdapat *capital expenditure*, perusahaan harus memikirkan bagaimana caranya menyajikan informasinya, sehingga dengan mudah dan langsung dilihat dan menjadi perhatian investor.

7.3 Tata Kelola Investasi dan Penyajiannya

Walaupun belum menjadi perhatian yang cukup banyak dalam penelitian ini, perlu dipikirkan cara agar investor dapat memperoleh informasi yang valid dan reliabel terkait perilaku investasi yang diambil oleh emiten, khususnya terkait *capital expenditure*. Hal ini menjadi ranah dari *agency theory* dengan asimetri informasinya.

Dengan saran dan masukan penelitian agar perilaku penggunaan informasi *capital expenditure* semakin dioptimalkan, akan memberikan efek *moral hazard* bagi emiten. Emiten kemudian akan menggunakan rekomendasi penelitian ini untuk memperluas cakupan *capital expenditure*-nya namun dengan banyak informasi yang disembunyikan. Hal ini tentu menjadi praktik yang kurang baik terkait perlindungan investor. Pemerintah, melalui otoritas moneter, keuangan, dan pasar modal perlu menyusun tata cara investasi melalui *capital expenditure*, termasuk cara penyajiannya.



DAFTAR PUSTAKA

- Akbar, S., Ali Shah, S. Z., & Saadi, I. (2008). "Stock market reaction to capital expenditure announcements by UK firms". *Applied Financial Economics*, 18(8), 617-627. Available at: <https://doi.org/10.1080/09603100701222234>.
- Akerlof, G. A. (1970). The Market for Lemons. Quality Uncertainty and the Market Mechanism, 84.
- Anilowski, C., Feng, M., & Skinner, D. J. (2007). "Does earnings guidance affect market returns? The nature and information content of aggregate earnings guidance". *Journal of Accounting and Economics*, 44(1-2), 36-63. Available at: <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2006.09.002>.
- Bali, T. G., Demirtas, K. O., & Tehranian, H. (2008). "Aggregate earnings, firm-level earnings, and expected stock returns". *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 43(3), 657-684. Available at: <https://doi.org/10.1017/s002210900004245>.
- Ball, R., & Brown, P. (1968). "An empirical evaluation of accounting income numbers". *Journal of Accounting Research*, 6(2), 159-178. Available at: <https://doi.org/10.2307/2490232>.
- Ball, R., Sadka, G., & Sadka, R. (2009). "Aggregate earnings and asset prices". *Journal of Accounting Research*, 47, 1097-1134. Available at: <https://doi.org/10.1111/j.1475-679x.2009.00351.x>.

- Beaver, W.H (1968). "The Information Content of Annual Earnings Announcement", *Journal of Accounting Research*, Vol. 6, pp. 67-92.
- Bernard, V.L. and Thomas, J.K., (1989). "Post-earnings-announcement drift: delayed price response or risk premium?", *Journal of Accounting research*, Vol 27, pp.1-36.
- Brailsford, J. T., & Yeoh, D. (2004). "Agency problems and capital expenditure announcements". *The Journal of Business*, 77(2), 223-256. Available at: <https://doi.org/10.1086/381274>.
- Cass, D. and J. E. Stiglitz, "The structure of investor preferences and asset returns and separability in portfolio allocation: A contribution to the pure theory of mutual funds," *Journal of Economic Theory*, pp. 122-160, 1970.
- Chan, S. H., Martin, J. D., & Kensinger, J. W. (1990). "Corporate research and development expenditures and share value". *Journal of Financial Economics*, 26(2), 255-276. Available at: [https://doi.org/10.1016/0304-405x\(90\)90005-k](https://doi.org/10.1016/0304-405x(90)90005-k).
- Chung, K. H., Wright, P., & Charoenwong, C. (1998). "Investment opportunities and market reaction to capital expenditure decisions". *Journal of Banking & Finance*, 22(1), 41-60. Available at: [https://doi.org/10.1016/s0378-4266\(97\)00021-6](https://doi.org/10.1016/s0378-4266(97)00021-6).
- Coad, A., Segarrac, A., and Teruel, M. (2016). "Innovation and firm growth: Does firm age play a role?" *Research Policy*, vol. 45, pp. 387-400.
- Diamond, D. W., (1989). "Reputation acquisition in debt markets," *The Journal of Political Economy*, pp. 828-862.
- Dickinson, V. (2011). "Cash flow patterns as a proxy for firm life cycle," *The Accounting Review*, vol. 86, no. 6, pp. 1969-1994.
- Engers, M. (1987). "Signaling with many signals," *Econometrica*, vol. 55, pp. 663-674.
- Flannery, M. J. (1986). "Asymmetric information and risky debt maturity choice," *The Journal of Finance*, vol. 41, no. 1, pp. 19-37.
- Foster G., Olsen, C., Shevlin, T. (1984). "Earning Releases, Anomalies and Behavior of Securities Return", *The Accounting Review*, pp 574-603.

- Hasan, M. M., and Habib, A. (2017). "Corporate life cycle, organizational financial resources, and corporate social responsibility," *Journal of Contemporary Accounting and Economics*, vol. 13, no. 1, pp. 20-36.
- Jensen, M. C. and Meckling, W. H. (1976). "Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure," *Journal of Finance and Economics*, vol. 3, no. 4, pp. 306-360.
- Jones, E. J., Danbolt, J., & Hirst, I. (2004). "Company investment announcements and the market value of the firm". *European Journal of Finance*, 10(5), 437-452. Available at: <https://doi.org/10.1080/1351847032000168696>.
- Jung, K., Kim, Y.-C., & Stulz, R. (1996). "Timing, investment opportunities, managerial discretion, and the security issue decision". *Journal of Financial Economics*, 42(5), 159-185. Available at: [https://doi.org/10.1016/0304-405x\(96\)00881-1](https://doi.org/10.1016/0304-405x(96)00881-1).
- Kerstein, J., & Kim, S. (1995). The incremental information content of capital expenditures". *The Accounting Review*, 70(3), 513-526.
- Masulis, R. W. (1980). "The effect of capital structure change on security price: A study of exchange offers," *Journal of Financial Economics*, vol. 8, pp. 139-178.
- McConnell, J. J. and Muscarella, C. J. (1985). "Corporate capital expenditure decisions and the market value of the firm," *Journal of Financial Economics*, vol. 14, pp. 399-422.
- Miller, D. and Friesen, P. H. (1984). "A longitudinal study of the corporate life cycle," *Management Science*, vol. 30 no. 10, pp. 1161-1183.
- Moeller, S. B., Schlingemann, F. P., and Stulz R. M. (2004). "Firm size and the gains from acquisitions," *Journal of Financial Economics*, vol. 73, pp. 201-228.
- Moser, P., Isaksson, O., Okwir, S., & Seifert, R.W. (2021). "Manufacturing management in process industries: The impact of market conditions and capital expenditure on firm performance". *IEEE Transactions on Engineering Management*, 68(3), 810-822. Available at: <https://doi.org/10.1109/tem.2019.2914995>.
- Natapura, C. (2009). Analisis Perilaku Investor Institusional dengan Pendekatan Analytical Hierarchy Process (AHP). *Bisnis & Birokrasi*,

Jurnal Ilmu Administrasidan Organisasi, Sept–Des 2009, 180-187.
Available at: <http://www.jke.feb.ui.ac.id/index.php/jbb/article/viewFile/620/605>.

- Rajan, R. G. and Zingales, L. (1995). “What do we know about capital structure? Some evidence from international data,” *The Journal of Finance*, vol. 50, no. 5, pp. 1421-1460.
- Scott, W. R. (2015). *Financial Accounting Theory*, Seventh Edition. United States: Canada Cataloguing.
- Shahzad, F., Lu, J., & Fareed, Z. (2019). “Does firm life cycle impact corporate risk taking and performance?” *Journal of Multinational Financial Management*, 51, 23–44. Available at: <https://doi.org/10.1016/j.mulfin.2019.05.001>.
- Vijh, A. M. and Yang, K. (2013). “Are small firms less vulnerable to overpriced stock offers?” *Journal of Financial Economics*, vol. 110, no. 1, pp. 61-86.
- Woolridge, J. R., & Snow, C. C. (1990). “Stock market reaction to strategic investment decisions”. *Strategic Management Journal*, 11(5), 353-363. Available at: <https://doi.org/10.1002/smj.4250110503>.
- Zhao, C., Qu, X., and Luo, S. (2019). “Impact of the Inno Com program on corporate innovation performance in China: Evidence from Shanghai,” *Technological Forecasting and Social Change*, vol. 146, pp. 103-118.
- Zhang, Y, & Zheng, X. (2015). “A study of the investment behavior based on behavioral finance”. *European Journal of Business and Economics*, 10(1). Available at: <https://doi.org/10.12955/ejbe.v10i1.557>.



BIODATA PENULIS

Dr. Juniarti, M.Si.Ak., CA., CMA., merupakan penulis utama Buku *Akuntansi Biaya* (2011), yang diterbitkan oleh McGraw-Hill Education (Asia), sebelumnya pernah menyusun Modul Pengajaran berupa Modul Praktik Akuntansi (1994), Modul Praktik Akuntansi-edisi revisi (1995) dan Modul Akuntansi Keuangan II (2002). Buku yang sekarang disusun dengan judul *Reputasi Pengeluaran Modal dan Analisis Fundamental: Perspektif Investor* (2021), merupakan salah satu luaran hibah Penelitian Dasar Unggulan Perguruan Tinggi (PDUPT) dari Kemenristekdikti.

Berprofesi sebagai dosen di Program Studi Akuntansi, Universitas Kristen Petra, Ketua Redaksi Jurnal Akuntansi dan Keuangan, yang merupakan berkala ilmiah terakreditasi Nasional (SINTA 2). Memperoleh gelar Doktor di bidang akuntansi dengan predikat Cumlaude dari Universitas Airlangga, menempuh S-1 Akuntansi, pada universitas yang sama, dan meraih gelar Magister Akuntansi dari Universitas Indonesia. Sebagai akademisi, dia aktif melakukan riset dan publikasi di bidang Akuntansi Keuangan, Pasar Modal, Tata Kelola dan Corporate Social Responsibility. Selain akademisi, juga berkiprah di dunia praktisi sebagai pemilik Kantor Jasa Akuntansi (KJA) JUNIARTI dan aktif di media sosial, memiliki **akun Youtube Dr. Juniarti, Ak**, yang membahas tentang akuntansi, keuangan, bisnis dan pasar modal. Terlibat aktif di asosiasi profesi, Ikatan Akuntan Indonesia (IAI), sebagai anggota pengurus Bidang Akuntan Pendidik, IAI Wilayah Jawa Timur.

Agus Arianto Toly, S.E., MSA., Ak., CA., adalah dosen tetap Program Studi Akuntansi, Universitas Kristen Petra sejak tahun 2001, memperoleh gelar Sarjana Ekonomi, dan gelar profesi Akuntan setelah menyelesaikan jenjang strata satu di Fakultas Ekonomi, Universitas Gadjah Mada. Gelar Master of Science in Accountancy diperoleh dari De La Salle University, Manila, pada tahun 2008, dengan beasiswa dari United Board for Christian Higher Education in Asia (UBCHEA). Sekembalinya dari Manila, Agus Toly memperoleh penugasan untuk membuka Program Akuntansi Pajak (Tax Accounting Program) di Universitas Kristen Petra, dalam rangka memfasilitasi animo lulusan SMA untuk belajar akuntansi sekaligus memiliki kompetensi pajak. Fokus riset yang saat ini digeluti meliputi topik-topik terkait *intermediate accounting, financial planning, accounting for income tax, tax strategies, dan comparative tax law with other foreign countries.*

Di bidang profesi, selain merupakan seorang Chartered Accountant Indonesia (dari Ikatan Akuntan Indonesia), Agus Toly juga memperoleh sertifikasi di bidang finance, berupa Certified Financial Planner (CFP) dari Financial Planning Standards Board (FPSB) Indonesia. Agus Toly juga merupakan seorang konsultan pajak yang telah menyelesaikan Ujian Sertifikasi Konsultan Pajak tingkat A dan B. Sejak tahun 2013 hingga sekarang, Agus Toly memperoleh tugas tambahan sebagai Wakil Rektor bidang Sumber Daya Universitas Kristen Petra.